全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The
Warren Buffett
Philosophy of Investment

一本投资者必读的、系统而全面分析巴菲特投资思想、
解秘“伯克希尔哈撒韦帝国”经营神话的书



巴菲特 投资与经营哲学

［俄罗斯］埃琳娜·奇科娃（Elena Chirkova）◎ 著　石艳蕊 ◎ 译　孙世选 ◎ 审译

How a Combination of Value Investing and
Smart Acquisitions Drives Extraordinary Success

中国人民大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The
Warren Buffett
Philosophy of Investment



How a Combination of
Value Investing and
Smart Acquisitions
Drives Extraordinary Success

巴菲特
投资与经营哲学

［俄罗斯］埃琳娜·奇科娃（Elena Chirkova）◎ 著
石艳蕊 ◎ 译　孙世选 ◎ 审译

中国人民大学出版社
· 北京 ·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

巴菲特投资与经营哲学 /（俄罗斯）埃琳娜·奇科娃（Elena Chirkova）著；石艳蕊译；-- 北京：中国人民大学出版社，2017.2

ISBN 978-7-300-23637-7

Ⅰ.①巴… Ⅱ.①埃… ②石… Ⅲ.①巴菲特（Buffett, Warren 1930-）—投资—经验 Ⅳ.① F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2016）第 279558 号

巴菲特投资与经营哲学
【俄罗斯】埃琳娜·奇科娃（Elena Chirkova） 著
石艳蕊 译 孙世选 审译
Bafeite Touzi yu Jingying Zhexue

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242（总编室）		010-62511770（质管部）
	010-82501766（邮购部）		010-62514148（门市部）
	010-62515195（发行公司）		010-62515275（盗版举报）
网 址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com（人大教研网）		
经 销	新华书店		
印 刷	北京中印联印务有限公司		
规 格	160mm×235mm 16 开本	版 次	2017 年 2 月第 1 版
印 张	19 插页 1	印 次	2017 年 2 月第 1 次印刷
字 数	220 000	定 价	59.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

/ 前　言 /

现在市面上已经有那么多写巴菲特的书，还有可能为他的光辉形象增添色彩吗？我写这本书的目的是将所有促成巴菲特成功的因素呈现给你，包括在他的投资原则之外的很多因素。如果站在那些与巴菲特同属一个阵营的价值投资者的角度来看，这些因素非常传统而且广为人知。本书的某些观点也曾在我早期的文章《为什么我不是沃伦·巴菲特》中提到过。

本书共有 11 章。其中，第 2 章和第 3 章介绍了巴菲特的投资原则，第 7 章至第 10 章介绍了巴菲特应用的策略，这些策略被他应用于收购企业、做组合投资以及将伯克希尔哈撒韦（Berkshire Hathaway）定位为“白骑士”和“满意之家”时。

我在第 1 章中介绍了巴菲特的思想启蒙人——本杰明·格雷厄姆（Ben Graham）和菲利普·费雪（Philip Fisher），他们被巴菲特视为老师。我不赞同有人说“巴菲特是生硬地搬用他们的理念”的观点，我在本书中也阐述了巴菲特的原则与格雷厄姆和费雪的在哪些方面有不同之处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特那些不同于格雷厄姆的观点在现代投资界颇有争议，而正是这些观点对他的成功起到了积极的作用。

我在第 5 章中分析了巴菲特关于金融市场如何运作的观点，以及他在公司金融关键事件上的立场。据我所知，这些问题在现有文献中没有被具体分析过。在比较了巴菲特对公司金融的看法与学者们目前持有的主流看法之后，我发现，巴菲特更完善的理论基础是其成功战略的基石。我回顾了其他学者对巴菲特出色表现的分析，因为他的成功最近已经成为了经济学家和金融理论家研究的课题。

本书不仅详细地分析了巴菲特的投资原则，还讨论了他不同的投资原则是如何在逻辑上相互联系的。例如，巴菲特的风险理论（他不同意将风险按照传统解释为波动）、他对投资技术类公司的怀疑以及他的长期投资视野是如何相互联系的。我也对巴菲特、彼得·林奇（Peter Lynch）和罗伯特·默顿（Robert Merton）的投资方法进行了比较。林奇被人们称作与巴菲特具备同样精神的伟大投资家，而默顿则是一位获得诺贝尔奖的金融理论家，他的观点被视为与巴菲特的观点对立。我在第 4 章所做的这些比较有助于我们更具体地理解巴菲特的投资理论。

人们往往将巴菲特的成就与投资基金带来的回报进行比较，但是伯克希尔哈撒韦不是一只基金，而是一家股份公司，这是他成功背后的关键因素之一。将投资业务的架构组织设立为公司，只有在特定的投资策略下才是有益的，在这种策略中，具有长期投资视野是一个关键因素。我详细论述了这个问题。此外，伯克希尔的架构组织和巴菲特对保险业务广泛且智慧地参与，实际上让公司获得了零成本杠杆。本书的第 6 章对伯克希尔公司使用杠杆的情况做了详细分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特出众的投资能力不容忽视，他的知己查利·芒格（Charlie Munger）的贡献也不可小觑。我会在第 11 章中论述。

我非常感谢所有已经写过这个主题的作者和学者，因为我受到了他们的启发，并且对巴菲特的投资实践有了更深入的认识。接下来，我会在这里提到一些书，它们都是我非常宝贵的研究资源（如果把所有书都写上，那么前言就太长了。但是，这些作品对我来说都是必不可少的，我都会在书中提到）。

詹姆斯·阿尔图切尔（James Altucher）所著的《跟巴菲特学交易》（*Trade Like Warren Buffett*）与我对巴菲特的投资策略的理解非常相近，他是我知道的第一个观察到沃伦·巴菲特的投资原则远比人们印象中以及很多书中描述的复杂很多的人。安得鲁·基尔帕特里克（Andrew Kilpatrick）的优秀著作《投资圣经：巴菲特的真实故事》（*Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett*）（目前有两卷）汇集了大量关于巴菲特及其交易与投资的故事和事实，内容独特，很多资料都很珍贵。爱丽丝·施罗德（Alice Schroeder）所著的《滚雪球：巴菲特和他的财富人生》（*The Snowball*：*Warren Buffett and the Business of Life*）是巴菲特本人参与编写的一部传记，这本书解读了他的一生。《巴菲特：一位美国资本家的成长》（*Buffett: The Making of an American Capitalist*）是罗杰·罗文斯坦（Roger Lowenstein）的杰作，他从人际交往艺术的角度回顾了巴菲特的许多交易。罗伯特·迈尔斯（Robert Miles）的著作《首席执行官巴菲特：从伯克希尔哈撒韦公司的管理者那里得来的秘密》（*The Warren Buffett CEO*: *Secrets from the Berkshire Hathaway Managers*）是根据他对伯克希尔哈撒韦公司的管理者进行的采访而写的，他们中的很多人都曾经把自己的公司卖给了巴菲特，也是从这本书中，我找到了企业主出售自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己企业的动机，而这些内容从未被媒体报道过。迈尔斯的书对我从行为层面描写巴菲特的商业策略起到了很大的帮助作用，也正是在他的书中，我发现了巴菲特对于并购最深刻的见解。正如斯科特－费策尔公司（Scott Fetzer Company）的首席执行官拉尔夫・舒伊（Ralph Schey）总结的那样："巴菲特出售对所有权的幻想，而他并没有所有权。"如果我必须要选一句话来阐述巴菲特成功背后的关键驱动力，我很可能会选择这句。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

/ 目　录 /

引言　沃伦·巴菲特是谁 //　　1

第 1 章　前辈 //　　17

本杰明·格雷厄姆 /　18

菲利普·费雪 /　36

第 2 章　巴菲特喜欢哪种公司 //　　45

巴菲特认为有问题的公司 /　45

具有良好基本原则的公司 /　49

寻找“印钞机器” /　55

报业的经济特许权 /　70

寻找简单、易理解并且可预测的公司以及持保守态度投资 /　78

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章 巴菲特的投资原则 // 83

深入研究投资对象 / 84
投资要量力而为 / 86
长期视野 / 97
意见的独立性 / 100
购买价格 / 102

第 4 章 巴菲特与其他投资人的比较 // 107

沃伦・巴菲特与罗伯特・默顿 / 108
沃伦・巴菲特和彼得・林奇 / 122

第 5 章 巴菲特关于金融理论和公司金融的概述 // 135

投资理论（金融市场的有效性和合理性、风险、不确定性以及投资组合多元化）/ 135
股票分割 / 143
新股发行、股息政策和股票回购 / 147
并购和杠杆收购 / 151
上市公司和私人公司：私立的重要性 / 158
公司治理以及伯克希尔子公司的管理者激励 / 161

第 6 章 伯克希尔哈撒韦的债务利用之道 // 169

巴菲特对高杠杆的讨伐 / 169
伯克希尔哈撒韦的保险业务及类似保险的业务 / 174

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保险业务对于降低伯克希尔借贷成本的作用 / 177
伯克希尔作为准债务的衍生品合同 / 182

第 7 章 早期的收购：策略明朗 // 187

内布拉斯加家具卖场 / 187
波仙珠宝 / 193
斯科特－费策尔公司 / 199

第 8 章 “他们之中谁是最诚实的”：个人形象在巴菲特投资策略中的作用 // 205

没有敌意，没有尽职调查，没有管理层变动 / 206
不干预政策 / 215
慷慨赞扬 / 222
间接影响 / 227

第 9 章 巴菲特：一位战略组合投资家 // 233

战略投资者还是财务投资者 / 233
白骑士的防御 / 239
不可谈判的交易 / 249

第 10 章 声誉的作用 // 255

鲜果布衣 / 256
本杰明摩尔：收购被遗忘的股份 / 263
佳斯迈威：周期下降的交易 / 265

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章 投资理论之外 // 271

出众的能力 / 271

查理·芒格 / 275

巴菲特的双重形象："金融业的阿甘"与"奥马哈的先知" / 279

结 语 // 285

译者后记 // 291

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引言

The Warren Buffett Philosophy of Investment:

How a Combination of Value Investing and Smart Acquisitions Drives Extraordinary Success

沃伦·巴菲特是谁

获得满意的投资收益比大部分人所了解的要容易些，但获得超额收益却比看上去的要难。

本杰明·格雷厄姆

沃伦·巴菲特曾说，他从一出生就想着要如何赚钱。也许他的意思是说他从记事起就开始思考如何实现财务成功。一位写过巴菲特传记的作者曾这样描述他："他总是提起他事业中的小插曲，似乎总想把他的过去当成神话故事反复讲给大家听，他还常常把他的成功部分归功于好运，而不是他毕生的努力。"那么，巴菲特在回忆自己早期经历时是在讲神话故事吗？他的成功是否真的只是因为运气好？

7岁时，巴菲特在住院时对护士说："现在我没有多少钱，但将来我会有的，我会让我的名字出现在报纸上。"11岁时，他断言，自己会在35岁以前成为百万富翁。从商学院毕业后，他就到父亲的经纪公司工作。当被人问到公司是否应该更名为"巴菲特父子公司"（Buffet & Son）时，他非常认真地回答说，公司的名字应改为"巴菲特及父亲"（Buffet & Father）。1957年当他27岁时，他已经有了20万美元（大约相当于现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在的 150 万美元)。他在给一位朋友的信中写道，他不知道将来如何处置自己的遗产，他并不想留给孩子们。他认为挣钱比花钱要容易些。由此可见，当巴菲特谈起这些往事的时候，他或许并不完全是在讲神话故事。至于他的成功究竟是不是因为他的好运气，这正是我在本书中试图回答的问题之一。

巴菲特童年的愿望成真了。1995 年，《时代周刊》(*Time*) 刊登了题为《沃伦・巴菲特有多聪明》的文章。作者写道："很多石油巨头、房地产大亨、货主和强盗贵族站在了财富峰顶，但巴菲特是靠选股登顶的第一人。" 1982 年，巴菲特的财富值为 2.5 亿美元，凭此，他出现在了福布斯财富排行榜上。随后，他的排名一路攀升，1993 年荣登榜首时，他已经拥有了 82 亿美元的财富。2001 年至 2007 年以及 2009 年，他都排名第二（仅次于比尔・盖茨）。2008 年，他以 620 亿美元的财富重回榜首。2010 年至 2012 年，他排名第三（那时，他已经把部分财富转给了某慈善基金）。2013 年，他排名第四。

巴菲特"不过"是一位投资者。在开启投资生涯时，巴菲特只有很少的靠小时候送报纸攒下的钱作为启动资金，最终他成为了享誉全球的"世纪成功投资者"和"经济界的摇滚明星"。伯克希尔哈撒韦公司的规模（市值、收入和利润）可以与全球最大的企业集团之一——通用电气比肩。2013 年，伯克希尔公司的收入达到了 1 820 亿美元，净利润更是达到了 195 亿美元。2014 年 11 月，公司市值已经超过了 3 550 亿美元。人们普遍认为，比起很多共同基金、合伙企业、对冲基金或者上市公司，巴菲特及其公司为更多人创造了更多的财富。

在创富的过程中，巴菲特没有得到任何来自他人的经济资助。年轻时，作为一位名不见经传的投资人，他的确需要资金，但他从未依赖过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

富有的当国会议员的父亲。父亲于 1964 年辞世，他没有从父亲那里继承任何财产。父亲在遗嘱中写道，自己并没有为儿子作任何安排，这不是因为他们的感情不好，而是因为巴菲特名下已经有了足够的资产，而且巴菲特甚至还要求父亲不要给他留任何东西。由于巴菲特拒绝接受遗产，他投资的成功完全是靠自食其力实现的，是一次完全没有外来资金支持的纯粹的实验。

2000 年，伯克希尔哈撒韦公司开始对外公开其资产账面价值的数据，具体数据包括自 1965 年巴菲特掌管公司以来公司的年平均回报率。从 2002 年开始，这些数据被放在了沃伦·巴菲特致股东的信的首页上。这样做的结果令人印象深刻。1965 至 2013 年间，公司的平均年资产增长率为 19.7%，同期，标准普尔指数的年回报率（经股息调整后）是 9.8%，因此巴菲特给出了高于指数 9.9 个百分点的回报。1977 年之后，公司利润的平均年增长率是20.6%[①]。同期，伯克希尔公司每股的资产账面价值大约增长了 7 265 倍，与此同时，包含股息的标准普尔指数大约增长了 93.4 倍。伯克希尔的收入增长了 4 500 倍。

巴菲特会以资产账面价值的年化增长率来发布这些结果。据我所知，为了鼓励人们不要对公司股票存有投机心理，除了仅有的一次，他从未评价过伯克希尔股票的市场价格。因为会计和其他一些原因，在很多行业中，资产账面价值常常比公司股票的市场价格增长得慢，但伯克希尔的股价在 1965 年至 2013 年间却比其资产账面价值增长得快——增长了 9 184 倍（从 1965 年底的 19 美元增长到 2013 年底的 174 500 美元），或者说年增长率为 20.9%。巴菲特青睐的这种展示方式实际上弱化了他的投资成果。

① 截至 2013 年的数据。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在过去的49年中，伯克希尔公司的表现都是以这样的形式公布的。成功的投资者通常能够在比这短得多的时间段，比如大约10年保持其收益。2001年，互联网泡沫的破裂引起了大范围的市场下跌，伯克希尔股票的每股资产价值也首次出现了下跌。经股息调整的标准普尔指数的回报率几乎接近-12%，伯克希尔的资产账面价值的回报是-6.2%。2008年，伯克希尔的资产账面价值再次下跌，跌幅达9.6%，而经股息调整的标准普尔指数的回报是-37%。在49年中，伯克希尔的资产账面价值有39年都跑赢了市场。正如巴菲特所说，这49年间发生了越南战争、工资与价格调控、石油危机、总统辞职、苏联解体以及股票市场的最大单日波动，我们为此付出了巨大的代价。

如果我们将巴菲特在收购伯克希尔公司之前的业绩也考虑在内，那他的成就就更不错了。在哥伦比亚商学院读书时，他就已经有个人资产了（1950年刚入学时，他有9 800美元的存款）。在1956年创立巴菲特合伙公司前，他的钱每年以超过61%的速度增长。在1957年至1969年间，巴菲特合伙公司的年回报率为惊人的29%，比道琼斯指数高23.8个百分点。也就是说，如果你在1957年投资该合伙公司10 000美元，那么到1969年，你就有了270 000美元。总体来说，60多年来，巴菲特一直保持着良好的投资记录。

巴菲特究竟有多成功？他的成就真的如人们在他致股东的信的首页上所看到的那样重要？让我们来想想，将资产账面价值与市场起伏做比较是否有意义。一份基于伯克希尔股票的市场价值的评估显示，巴菲特在48年中有30年跑赢了市场（而其资产账面价值在49年中有39年跑赢了市场）。由于伯克希尔股价跑赢市场的年数少于其资产账面价值跑赢市场的年数，所以在某种意义上，股价的表现不如资产账面价值的表现稳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定，尽管伯克希尔股票的回报似乎好于资产账面价值的回报。要想判断出哪种评估更有洞见是一件难事。

巴菲特之所以不对伯克希尔的股票价格进行分析是出于哲学原因。他相信市场是不理性的，比起公司的真实表现，任何公司股票的市场价值更容易发生变化。在他看来，股票的市场价值无法反映公司的真实情况。另一方面，资产的账面价值可能也无法准确地反映该公司的盈利能力。也可以说，尽管账面价值分析可能适用于某些方面，但这种方法可能夸大了巴菲特的成绩。

毋庸置疑，年平均回报率是惊人的。然而，它们反映的是在 1964 年投资伯克希尔的那些人的成绩。那时巴菲特又为多少人所知呢？他的原始投资者是他的家庭成员、朋友和从他的老师兼首位雇主本杰明·格雷厄姆那里获得的少量客户。后来，更多人开始加入巴菲特的冒险事业。1986 年 10 月 12 日，《奥马哈世界先驱报》（*Omaha World-Herald*）的记者打电话给一家公司说沃伦·巴菲特收购了他们公司的股份，对方问道："谁是沃伦·巴菲特？"直到 1991 年巴菲特成为了所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）的主席时，人们仍然在问这个问题。现在，人们认为，是 1995 年出版的《沃伦·巴菲特之道》（*The Warren Buffett Way*）一书让更多人知道了巴菲特的成功。这是第一本关于巴菲特的书，作者是小罗伯特·海格士多姆（Robert Hagstrom），这本书卖了一百万本。

截至 2013 年年底，作为入场时间的函数，投资伯克希尔公司所获得的回报是逐年递减的（见图 I—1）。如果入场时间早于 1979 年，则平均年回报率会高于 20%；如果入场时间介于 1979 年至 1988 年间，则平均年回报率高于 15%；在 1989 年至 1996 年间入场，则平均年回报率高于 10%；从 1997 年开始，平均年回报率低于 10%，除非你在 2009 年之后入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场。20 世纪 80 年代末，巴菲特开始被更多的人了解，这时投资他公司的人平均每年大约可以赚 13%~17%。在海格士多姆的畅销书出版后，那些在 1995 年底开始投资的人平均每年大约可以赚 10.8%，而标准普尔指数（经股息调整之后）的年回报率只少了 2.6 个百分点，达到 8.2%。当伯克希尔首次在其公司年报中公布了历史年均回报率时，那些在 2000 年买了伯克希尔股票的投资者年均赚了 8.6%（重要的是，经股息调整的标准普尔指数在这个时期的年回报率只有 4.8%）。

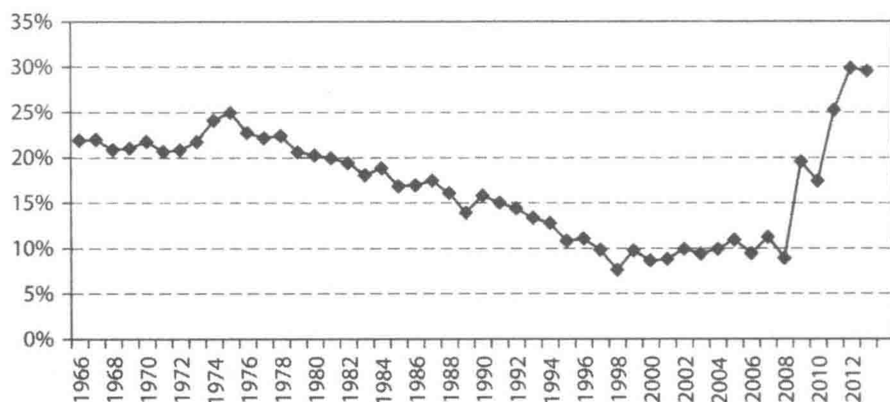


图 I—1　自入场之年至 2014 年，伯克希尔股票在给定年份的平均年回报率
（计算周期为入场之年年末至 2014 年年末）

公布历史回报数据并没有产生负面影响。即使将来巴菲特跑不赢指数，从 1965 年开始，他的业绩与指数回报可能永远不会重合。例如，如果从 2015 年起，伯克希尔的资产增长率稳定在每年 9%（在很长一段时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间内，它几乎与经股息调整的美国股票市场的平均年回报[①]持平），那么从1965年开始，伯克希尔的平均回报每年只下降0.2~0.3个百分点。在可预见的未来，伯克希尔的平均回报率下降得将相对不明显。巴菲特在早年就创造了这些有利条件，这使得投资伯克希尔所得到的平均回报从1965年开始到以后的50至70年中都将跑赢投资标准普尔指数所得到的回报。当他在职业生涯初期管理小额资产时，巴菲特就获得了高额回报。后来，当他开始管理大额资产时，他获得了略高于平均值的回报，尽管从表面上看，这些数据会让所有投资者觉得他们获得了高额回报，无论是老投资者还是新人。重要的是，巴菲特在2013年致股东的信中告诉投资者们，未来，伯克希尔的股票可能只会在市场下跌或者涨幅不大的年份才会跑赢标准普尔指数。

关于巴菲特业绩的数据是可靠的，他的表现也可圈可点。人们会问："巴菲特的成功是因为他的方法，还是因为偶然？""他的成功可否被复制？""如何复制他的成功？"财务成功是靠机会还是靠应用方法论获得的，这个问题一直是讨论金融市场的理性和有效性时的中心议题。

从20世纪70年代中期到90年代中期，主导金融学术界的理念都是没有一种投资策略可以系统地指导人们跑赢市场，因为市场被认为是有效的。诺贝尔经济学奖得主、被誉为有效市场假说之父的尤金·法玛

① 有很多研究评估了股市的长期回报。不同的计算方法得到了一致的结果。它们表明美国股市的名义长期年度回报大约为8%~10%，实际为6.5%~7%。罗杰·伊博森（Roger Ibbotson）和雷克斯·辛克菲尔德（Rex Sinquefield）计算了1926年至1974年的数据，这个时期内，标普指数的名义年度回报（包括股息）达到了8.5%，这比美国国债的回报高6.3个百分点，而同期的年度通货膨胀达到了2.2%。拉吉尼·梅赫拉（Rajnish Mehra）和爱德华·普雷斯科特（Edward Prescott）通过计算发现，1889年至1978年的标普的实际年度回报达到了7%。埃尔罗伊·迪姆森（Elroy Dimson）、保罗·马什（Paul Marsh）和麦克·斯汤顿（Mike Staunton）通过计算发现，1900年至2000年间，美国股市的实际年回报为6.7%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Eugene Fama）于 1970 年发表了题为《有效的资本市场：理论与实证研究回顾》（*Efficient Capital Markets:A Review of Theory and Empirical Work*）的文章。根据这个假说，股票价格不取决于过往趋势，因为价格将所有相关信息考虑在内，无论这些信息为大众还是内部人士所知。[①] 依据过去的变化进行预测是没有意义的。如果敢于冒更大的风险（这里的"风险"指的是市场回报的波动性），人们则有可能获得高于平均值的回报。我们会在下文仔细回顾伯克希尔股价的波动。罗杰·罗文斯坦说，巴菲特对这个假说的态度可以描述为："如果你那么聪明，那我为何如此富有？"[②] 也许，巴菲特很熟悉诺贝尔经济学奖获得者保罗·萨缪尔森对另一位诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·默顿的描述："如今，证券分析副教授如果被人问道类似'年轻人，如果你这么聪明，为什么你不富有？'这样的问题，他会一笑了之，然后转身走入银行或者成为华尔街的高薪顾问。"我们会在第 4 章介绍罗伯特·默顿。

在实际应用时，这个假说会建议人们将钱存入银行账户或者投资于跟踪指数的基金。然而在 20 世纪 50 年代，当巴菲特作为投资人尚未广泛为人所知时，一些著名的经济学家、有效市场假说的追随者，比如保罗·萨缪尔森和阿曼·阿尔钦（Armen Alchian），就已经把大量的钱投给了巴菲特的基金。很长时间以来，那些有可能已经对有效市场假说提出质疑的数据都被人们直接忽略了。但随着事实的积累，堤坝总会在某个时间点发生决堤的。巴菲特的成功就是一个有助于削弱这个假设的权威性现象。

人们用了很长时间才认可了巴菲特出色的投资技能，就像有效市场

① 该假说的不同形式对所包含信息有不同程度的规定。

② 这是对库尔特·冯内古特（Kurt Vonnegut）的《第五号屠宰场》（*Slaughterhouse-Five*）里的"如果你这么聪明，为什么你不富有"的转用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假说对人们的影响退去那么久。20 世纪 90 年代初期，作为对巴菲特的“如果你那么富有，那我为何如此富有”的回应,《说谎者的扑克牌》(*Liar's Poker*）一书的作者迈克尔·刘易斯（Micheal Lewis）写道：“巴菲特之所以富有，仅仅是因为随机游戏会产生大赢家……可怜了那些每年挣 5 万美元的商学院教授还竭力与一个亿万富翁争执。”也许事情正相反，亿万富翁们很难与大学教授们争执，因为大学教授们为金融理论界定了调。一位研究巴菲特的学者曾说过，如果巴菲特想成为金融学教授，那他的事业很可能早就结束了。罗伯特·默顿曾经尝试用概率论和机遇来解释巴菲特式的成功。我曾听过一场他在哈佛商学院的讲座，他说：如果 100 万个分析师都肯花时间来预测股票市场在某个特定年份的变化，那么一半的人都会准确地做出预测。在他们当中，25 万人会准确地预测出第二年的情况，12.5 万人会准确预测出第三年的情况，能准确预测十年的只有 1 953 人，只有 1 个人会预测对 21 年后的情况。在默顿看来，这个分析解释了总会有大师出现，而大师终将退隐江湖的原因。

当有长期表现卓越的例子出现时，学者们总是想去探寻其背后的真正机制。金融理论家、阿曼·阿尔钦的得意弟子威廉·夏普（William Sharpe）试图用概率论中的西格玛事件来解释巴菲特现象。西格玛是偏离平均值的一个标准差。他称巴菲特为“三西格玛事件”，即该事件极大地偏离了可能发生的结果，在现实中几乎不可能发生，所以该事件应该被忽略。结果，巴菲特被称为“五西格玛事件”，然后又被称为“六西格玛事件”。巴菲特曾经这样回应查理·芒格对于这个话题的论述：“当记录越来越多，增加一个西格玛比重新审视理论要容易得多。”

在某种意义上，将巴菲特的表现定义为“统计学中的罕见情况”，也就等于承认了他独一无二的成就。同时，这一定义又对“巴菲特的成就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是因为他运用了他的方法论”这种观点提出了质疑，因为这种观点强调了巴菲特的成功是一个偶然事件的可能性。巴菲特强烈反对这种逻辑：“不大可能发生的事情发生了，五西格玛事件就不是五西格玛事件了。”事实上，巴菲特宣称，黑天鹅早在纳西姆•塔勒布（Nassim Taleb）提出并推广其著名的黑天鹅理论之前就存在了。巴菲特就是一只乐观的黑天鹅。

最近的研究指出，巴菲特的投资成功不能完全解释为偶然事件。[①] 例如，它是《马丁与普森普拉克尔》（*Martin and Puthenpurackal*）一文提出的结论之一。作者们将巴菲特在 31 年间（1976 至 2006 年）有 28 年跑赢市场的表现列为 99.99 百分位。当他们将伯克希尔的优异表现一起作为参考因素时，他们发现，即使将事后选择性偏误考虑在内，“好运”也无法解释这一切。他们还发现，伯克希尔的表现也不能简单地用“公司的投资策略具有高风险性”这一假设来解释，因为资料显示，伯克希尔的投资组合的风险相对低于市场。所以，我们可以说巴菲特拥有一定的投资技巧——能系统地跑赢市场的能力。弗拉兹尼（Frazzini）、卡比拉（Kabiller）和佩德森（Pedersen）分析了巴菲特从 1976 年至 2011 年的投资成果，他们发现伯克希尔股票的波动性比股票市场的要大（分别是 24.9% 和 15.8%），但超额正收益远高于过度波动。他们对伯克希尔股票的夏普比率和信息比率[②]进行了估算。这些比率越高越好。伯克希尔的夏普比率为 0.76，比市场整体的夏普比率高出两倍多。然而，他们却评价说这“非常好，但并不非好到别人做不到”。

---

① 学者们发现，另一位卓越的投资者彼得•林奇也获得了可与巴菲特相媲美的相当不寻常的回报，但是林奇的回报是在相对较短的时间段内获得的。我们将在第 4 章介绍林奇的策略。

② 夏普比率是投资组合的额外回报（高于无风险收益率）除以投资组合回报的标准差。信息比率是现代版的夏普比率，其中无风险比率被另一个更接近投资组合的基准代替了（这种情况下，是分散的股票投资组合的回报）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与很多共同基金和上市公司的夏普比率相比，伯克希尔公司的夏普比率还是很乐观的。1976 年至 2011 年间，市场上共有 3 479 只共同基金，伯克希尔排在第 88 位，排在前 2.5%。从 1926 年以来，市场中共有 23 390 家上市公司成立，伯克希尔排在第 1 360 位，排在前 7.7%。在 1976 年至 2011 年间，一共"活跃"着 140 家共同基金，伯克希尔排名第一，在同期"活跃"的 598 只股票中，它也站在顶峰。公司只有信息比率稍弱。这些统计数据表明，伯克希尔的表现并不是偶然。

巴菲特也曾就他的投资成功是偶然的还是系统性的这个话题发表过自己的看法。1983 年，当得知公布的计算结果表明他用抛硬币的方法决定是否投资仅仅是一种小概率事件时，他写了一篇题为《媲美格雷厄姆和多德斯维尔的超级投资家》(*Superinvestors of Graham-and-Doddsville*)的文章。这篇文章在哥伦比亚商学院为纪念格雷厄姆和戴维·多德(David Dodd)所著《证券分析》(*Security Analysis*)出版五十周年而举行的会议上首发。后来，这篇文章被公开发表，还被附在格雷厄姆所著的《聪明的投资者》(*The Intelligent Investor*)一书中。巴菲特在这篇文章中以讽刺的口吻写道：

让我们想想 2.25 亿美国人每天早上抛硬币的场景。赢了的人从输了的人那里赚 1 美元，第二天只有那些在前一天赢了的人继续玩，赢了赚 2 美元。如此下去，那么十天以后只剩下了 22 万人，每人大约有 10 000 美元。再过十天，参与人数只剩了 215 人，每人有 100 万美元。这些人可能会失去理智，他们可能会写书，书名就是《我如何每天只在早上工作 30 秒，就能在 20 天内将 1 美元变成 100 万美元》，并在全美范围内参加以介绍如何抛好硬币为主题的学术会议。到那时，商学院的教授就会恍然大悟：一群猩猩也可以做到这样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提到商学院教授，巴菲特想起了迈克尔·詹森（Michael Jensen），詹森也在那次会议上发了言。詹森说，如果他对一群“没有天分”的分析师抛硬币的结果进行了分析，那他就会发现，有些人连续两次抛了正面，还有些人连续十次抛了正面。又或者，巴菲特会提起威廉·夏普，夏普普及了抛硬币这种类比方法，并把巴菲特比作五西格玛事件。巴菲特仔细阐述了他为什么认为抛硬币的逻辑是错误的：

如果在 2.25 亿只猩猩中（这个数字差不多相当于当时的美国人口总数）做这个实验，20 天之后出现了 215 只胜利者，其中有 40 只来自奥马哈的某家动物园，那么你可能会问动物园的饲养员给它们喂了什么食物，它们是否接受过特殊训练，它们读了什么书。也就是说，如果你真的发现了任何不同寻常的成功，你也许特别想找出那些可能促成成功的不寻常的特质。

在巴菲特看来，大量成功的抛硬币者都来自一个被他称为格雷厄姆 - 多德斯维尔的知识村。这个村子的所有村民有一个共同的知识领袖：本杰明·格雷厄姆。格雷厄姆的学生们进入了不同的公司，投资了不同的股票，但是巴菲特认为，他们优秀的投资成绩既不能用偶然来解释，也不能完全归因于听从了格雷厄姆的指示。格雷厄姆只是创建了一个如何抛硬币的理论体系，而每个学生都发展了自己的方法和应用方式。而且，格雷厄姆于 1976 年去世了，他不可能再给学生们任何投资信号。沃尔特·施洛斯（Walter Schloss）是格雷厄姆的门徒，当有人问起格雷厄姆的学生是否有共同点时，沃尔特·施洛斯说：“我认为，首先我们都不吸烟。另外，如果必须让我说的话，我认为我们都是理性的。当事情对我们不利时，我们不会变得很情绪化……”施洛斯说到的共性比巴菲特看到的要弱得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特列举了包括他自己在内的七个人的例子，他们都为格雷厄姆工作过，其中两个人是格雷厄姆理论的追随者。无论是作为助手，还是作为学生，他们都创造了优异的投资成绩。沃尔特·施洛斯管理的 WJS Limited Partners 在 1956 年至 1983 年间为该基金的合伙人创造了 6 679% 的总收益，同期，标普 500 的总收益为 887%。汤姆·纳普（Tom Knapp）管理的 Tweedy Browne 在 1968 年至 1983 年间创造了 936% 的总收益，标普 500 指数为 238%。威廉·鲁尼（William Ruane）管理的红杉基金公司（Sequoia Fund Inc.）在 1970 年至 1983 年间创造了 775% 的总收益，标普 500 指数为 270%。瑞克·格林（Rick Guerin）经营的 Pacific Partners Ltd. 在 1965 年至 1983 年间创造了 5 530% 的总收益，标普 500 指数为 316%。斯坦·波尔米塔（Stan Perlmeter）管理的 Perlmeter Investments 在同时期创造了 2 310% 的总收益，标普 500 指数为 316%。除了以上五位投资家，巴菲特还提到了查理·芒格，他是巴菲特在伯克希尔哈撒韦公司的黄金搭档，也是一位律师，巴菲特认为他也受到了格雷厄姆的影响。在 1962 至 1975 年间，芒格赚了 500%，也就是平均每年赚了 13.7%，同期道琼斯指数涨了 97%（或每年 5%）。尽管他在 1973 年至 1974 年损失巨大，但仍实现了上述业绩（把芒格算作格雷厄姆的学生可能有些牵强。写过芒格的传记作家说他根本看不上格雷厄姆的方法，而且芒格认为格雷厄姆的很多方法看起来很疯狂，因为它们忽视了相关事实）。这些来自同一家“动物园”的资产管理者都在相当长的时期（14 年 ~18 年）内都明显地跑赢了市场。

在解释自己的成功时，巴菲特坚持认为那是应用了“正确”的投资理论的结果。有些分析师和研究巴菲特的学者也专注于研究“正确”的理论。但是，大多数关于巴菲特的书都只探讨了他的投资原则，并没有详细介绍他的方法，从而让读者相信只要遵守了这些原则，他们就能成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为像巴菲特一样成功的投资者。一位作者在其撰写的介绍巴菲特及其价值投资方法的书中这样写道："（在很多情况下）通过做普通投资者都会做的事情，巴菲特创下了不寻常的纪录。"另一本书的作者相信"不具备卓越投资能力的投资者也可以通过效仿巴菲特的技巧获得非凡的投资利润"。在那本书中，巴菲特的投资技术被简化为收购那些拥有受用户欢迎的产品并能抓住消费者心理和获得市场占有率的公司、有高水准管理的公司以及有可能出现转机的公司，作者还建议投资者在市场暴跌时购买股票。这难道不是说得容易、做起来难吗？

还有一些解释过巴菲特策略的人被他以下的观点所吸引：对于成功的投资来说，重要的是要有原则而不是有高智商。他们总结道，因为规则很容易学会，所以任何人都可以获得优异的投资成果。

许多作者也写过巴菲特投资过程的"秘密"。巴菲特家族的一位成员与别人合著了《新巴菲特法则》（*the New Buffettology*）一书，书中的章节题目有"金融信息：沃伦使用互联网击败华尔街的秘密""沃伦在市场顶部逃离的秘密法则：股票套利"以及"沃伦积聚财富的最大秘密"。

在现代，仅仅成为百万富翁是不够的。《新巴菲特法则》的作者们还写了《沃伦·巴菲特之道：指引你积聚亿万财富、启发你成功管理的智慧言语》（*The Tao of Warren Buffett: Quotations and Interpretations to Help Guide You to Billionaire Wealth and Enlightened Business Management*）。

巴菲特可能在背地里对这种简化他投资方法的做法表示了支持。他喜欢强调做决策是非常容易的，他说："操作股票很简单。你要做的就是以低于其内在价值的价格买下一家公司的股票，这家公司的管理层有最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强的能力和诚信力，然后你就可以永远持有这些股票了。”而一位研究巴菲特的学者却认为，巴菲特是故意让人们认为投资游戏是很容易的。例如，巴菲特曾自己讲述过他是如何决定在 2005 年购买森林河（Forest River）股票的，那是一家生产房车的公司。他说：“6 月 21 日，我收到了两页传真，上面详细地说明了为什么森林河符合我们的收购标准……之前我并没有听说过这家公司，它生产房车，销售额达到 16 亿美元……但是这份传真看上去很有道理，于是我立即着手寻找更多信息。第二天上午我得到了所有信息，下午我就报了价。”

★★★

明智地选择投资目标以及有技巧地评估公司，这是巴菲特的方法被人们简化后的内容，但这只是冰山的一角。巴菲特不仅不隐藏这部分哲学，还积极地将它们公之于众。如果没有“正确”的投资过程和他作为商业分析师的独特能力，巴菲特是不可能取得现在的成就的。但是冰山的大部分总是隐藏在水下，真正的“秘密”可能就藏在那里。要找到它们，我们需要从完全不同的维度进行分析。重要的是，巴菲特的长期成功是他个人的成就，支撑他发展投资过程的是其成就之下的知识基础。让我们从仔细研究这个知识核心开始吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章

The Warren Buffett Philosophy of Investment:

How a Combination of Value Investing and Smart Acquisitions Drives Extraordinary Success

前辈

我是多么幸运，能够请菲利普·费雪和本杰明·格雷厄姆在没有财务激励的情况下写下了他们的观点。如果没有读菲利普的书，我现在肯定不会拥有这么多的财富，我甚至无法计算出35年前花几美元买了他的书的复合回报率。

沃伦·巴菲特

巴菲特常常说他有两位老师。他的投资策略有85%是跟本杰明·格雷厄姆学到的，15%是跟菲利普·费雪学到的。格雷厄姆和费雪都是著名的价值投资理论家和实践者。格雷厄姆首创了这种方法，并提出了这一术语。

巴菲特经常提到格雷厄姆最早于1949年出版的《聪明的投资者》[①]一书，他认为这本书是迄今为止最好的一本关于投资的书，因为它第一次以普通大众能够理解的方式解释了股票市场不是按照黑色逻辑来运作的。巴菲特相信，格雷厄姆的理论之所以很少出现在大学课程中是因为它不

① 巴菲特还推荐了《证券分析》，这是格雷厄姆和戴维·多德合著的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够难，很多商学院对复杂行为的奖励甚于简单行为，但是简单行为反而会更有效。

巴菲特还提到了费雪的两本书——著名的《怎样选择成长股》(*Common Stocks and Uncommon Profits and Other Writings*）和知名度稍低的《股市投资致富之道》(*Paths to Wealth Through Common Stocks*)。

本杰明·格雷厄姆

把有价证券当作一项生意去投资是最聪明的投资

本杰明·格雷厄姆

巴菲特是在哥伦比亚大学商学院读书时认识格雷厄姆的，当时格雷厄姆在学校任教。巴菲特是格雷厄姆在 22 年教书生涯中遇到的最好的学生，只有他在格雷厄姆的课程中获得了 A+ 的成绩。后来，巴菲特在格雷厄姆的基金工作了几年，直到该基金关闭。

格雷厄姆有着超凡的学习能力。他从哥伦比亚大学毕业时，哲学系、英语系和数学系都邀请他留校任教。格雷厄姆的“思维速度”给学生们留下了深刻的印象，大多数人都会疑惑，他怎么能够一听到一个复杂的问题就能马上解决它。格雷厄姆在他很年轻时就对股票市场非常着迷。当他只有 11 岁（1907 年）时，为了追踪妈妈最钟爱的公司——美国钢铁的股价，他就开始阅读报纸上的金融版面。妈妈通过保证金购买了股票，却在那年的银行危机中投资失败了。

由于学术研究无法获得高收入，格雷厄姆在 1914 年毕业后去了华尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

街的一家经纪公司工作。那时，证券市场上的有价证券主要是债券，格雷厄姆最初关注的是债券。后来，他逐渐把兴趣转向了股票，当时股票供应还相对有限，大多数上市公司都是铁路公司。股票被视为现在的垃圾债券：具有高违约风险的低等级证券，具有获得高回报的潜力，因此波动性也很大。在股市中赚钱的主要方式之一就是通过传播流言来操纵市场。直到 1934 年，也就是大萧条开始几年之后，操纵股市才被认定是不合法的。与债券相反，当时还没有对股票长期相对回报进行的研究和分析，第一份针对这个主题的研究是埃德加·劳伦斯·史密斯（Edgar Lawrence Smith）所著的《可以长期投资的普通股票》(*Common Stocks as Long-Term Investments*)，他认为，从长期看，股票会跑赢债券。[①] 这份研究发表于 1924 年，比 20 世纪 20 年代出现的经济泡沫顶峰早了五年。

格雷厄姆以寻找形式上看起来便宜的股票开启了自己的投资生涯。不久之后，他作出了一个错误的判断：他发布的一份关于轮胎和橡胶行业的上市公司的统计分析报告显示，价格被低估得最严重的是 Ajax Tire 的股票。可是此报告发布后不久，该公司就宣布破产了。格雷厄姆清楚地记得，Ajax Tire 确实在市场上昙花一现。也许正是这段经历促使他想明白，做投资分析时不仅要考虑统计数据，还要对股票进行定性分析。

1927 年，格雷厄姆率先在母校开设了证券分析课程，这些课程以前从未开设过。这时，格雷厄姆已经是一位小有名气的金融分析师了，他已经有了多年为客户管理钱财的经验，而此时股票市场也欣欣向荣。他的课招收了 150 个学生，其中就有日后与他一起出书的戴维·多德。第二

① 史密斯的书得到了凯恩斯的积极评价，成为了畅销书。根据诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·席勒（Robert Shiller）的说法，与史密斯同时代的伟大的经济学家欧文·费雪（Irving Fisher）认为，20 世纪 20 年代的牛市是因为受到了史密斯的观点影响，他的观点也因此被当时的投资者熟知。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年，有更多的学生选了这门课，其中很多都是第二次选。格雷厄姆用真实的案例讲授他的理论，尽管他强调自己没有给出任何投资建议，很多学生还是买了他提到的公司的股票，并且大赚了一笔。关于他的推荐最终有什么样的结果，或者是不是1929年经济危机发生前有利的市场环境促成了这些成功，历史没有留下任何记录。格雷厄姆在他的回忆录中说，在他看来，很大程度上是市场造成了这样的结果。

1923年，格雷厄姆创立了他的第一只基金。该基金被巴菲特认为是美国历史上第一只对冲基金。当基金于1925年解散时，投资者均在市场的强劲表现中获得了高额回报。

1926年，格雷厄姆创立了新基金，并一直运营到1936年。从1926至1935年，格雷厄姆的基金仅略微跑赢了市场：他实现的平均年回报率是6%，标普指数为5.8%。

格雷厄姆在经济大萧条时期的业绩记录很有趣。1929年，他投资股票，他的头寸的风险比几年前要大，这一年，他的基金损失了20%；1930年，损失又增加了50%；1931年，损失了16%；1932年，损失了3%。总体上，基金的持仓比最高值时降低了70%。那几年，所有基金经理的损失都差不多。尽管如此，格雷厄姆还是能够让他的基金正常运营，其他的资产管理者在当时很难能做到这样，大部分举债经营的管理者都被迫在市场下行时通过卖出头寸来追加保证金。到1935年，格雷厄姆已经把损失都弥补上了。

1936年，出于纳税考虑，格雷厄姆的基金转变为格雷厄姆－纽曼公司（Graham Newman Corporation），这家公司于1956年解散。当分析师们谈论格雷厄姆的投资成果时，他们通常指的是这家公司的表现。从20

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世纪 30 年代到 50 年代，格雷厄姆似乎被视为最出名、最成功的财富管理者之一。1936 年至 1945 年，其股东的平均年收益率是 17.6%，而标普指数是 10.1%。从 1945 年至 1956 年，格雷厄姆创造了 17.4% 的平均年收益率，这还没有将 GEICO（Goverment Employees Insurance Company，GEICO，政府员工保险公司）的收益计算在内，这个回报只比标普的 18.4% 稍微低一点。我们还找到了格雷厄姆 - 纽曼公司在 1948 年至 1976 年的回报（包括 GEICO[①] 的表现在内）数据，公司的年度回报率为 11.4%，标普指数为 7.1%。对于这样的计算方法，分析人士欧文·卡恩（Irvin Kahn）假设，格雷厄姆 - 纽曼公司在 1956 年清算之后，它的资金再投资于标普指数。可能有些分析人士，比如爱丽丝·施罗德，当他们评论说即使格雷厄姆的投资组合的风险要远低于市场的风险，但他也可以每年跑赢市场至少 3 个百分点时，他们提及的就是这些数据。格雷厄姆的成就被很多人复制了，如表 1—1 所示，他们在不同时期的不同时间实现了他们的回报，这意味着格雷厄姆在 20 世纪 30 年代到 50 年代的表现在更为现代的经济环境中可以被复制。巴菲特很快就超过了他的导师。

表 1—1　投资股票的一些资产管理者的回报

资产经理	基金	年份（作为计算之用）	指定年份的年化回报	标普指数的年化回报（包含股息）[①]	差额
菲尔·卡雷（Phil Carret）	先锋基金（Pioneer Fund）	1928—1982[②]	12.9%	9%	2.9%
马里奥·加贝利（Mario Gabelli）	GAMCO	1977—2011	16.3%[③]	10.6%	5.7%
彼得·林奇	麦哲伦（Magellan）	1977—1990	29.2%	15.1%[④]	14.1%

① 格雷厄姆不得不遵守监管制度。制度禁止保险业内股权高度集中，因此他把该基金持有的一些资产所有权，即 GEICO 公司的股份直接分给了他的投资者。该基金为其投资者实现了 17% 的回报率，那些没有立即卖掉 GEICO 股票而是继续持有的人最后赚了 28%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

资产经理	基金	年份（作为计算之用）	指定年份的年化回报	标普指数的年化回报（包含股息）[①]	差额
约翰·内夫（John Neff）	温莎基金（Winsdor Fund）	1964—1995	13.7%[⑤]	10.6%	3.1%
沃尔特·施洛斯	Walter and Edwin Schloss Associates	1956—2000	15.7%[⑥]	11.2%	4.5%
约翰·邓普顿（John Templeton）	约翰·邓普顿成长基金（John Templeton Growth Fund）（A类股票）	1954—1992	14.5%[⑦]	11.7%	2.8%

注：
①标普指数的年化回报（包含股息）由作者计算，这是为了比较每位投资者（不包括内夫和施洛斯）的表现。计算工具请参考：http：//dqydj.net/sp-500-return-calculator/.
②摘自菲尔·卡雷的一本著作。由卡雷计算，计算的基础数据来自他观察到，1928年，之前向先锋基金投资的1万美元到1982年已经增长至800万美元。
③威斯纳（Wisner），2012。
④作者以林奇的数据为基础计算，据林奇说，他于1977年5月投资的1 000美元到1990年5月已经增长至28 000美元。
⑤约翰·内夫，1999。
⑥沃尔特·施洛斯，2003。
⑦ http：//www.sirjohntempleton.org

让我们详细看看格雷厄姆的投资哲学以及其与巴菲特的投资哲学之间的关系。格雷厄姆的理论涵盖了投资过程的所有方面，包括如何选择投资目标以及如何管理被收购的资产。他的哲学由分析原则和行动原则构成，旨在帮助投资者解决他们面临的所有问题。

首先，我们注意到格雷厄姆建议用经商的方法来投资，这很重要。他写道："把有价证券当作一项生意去投资是最聪明的投资。"他认为，公司证券是对一家公司的所有者权益。如果一个人想从其投资的证券中获利，他就要让自己参与商业冒险，如果要获得成功，他必须牢记那些可接受的商业原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆把公司的股票和债券进行了对比：股票是公司的一种剩余索取权，而债券则是为了利息支付。如前面所说，当格雷厄姆发展他的理论时，股票被视为等同于垃圾债券。格雷厄姆强调要将股票视为某家公司的一部分，在某种意义上，这种说法很新颖。巴菲特认为，这种用经商的方法去投资的想法是格雷厄姆在《聪明的投资者》中列出的所有原则中最重要的一个。巴菲特的一些著名格言都有相似的理念："我之所以是一个更好的投资人是因为我是一个商人，而我之所以是一个更好的商人是因为我是一位投资者"；"当我们投资股票时，我们就是在投资公司"；"如果一家公司经营顺利，那么股票也会如此。"这些说法都与格雷厄姆的风格很像。巴菲特首先把自己视为商业分析师："做投资时，我们要把自己当作商业分析师，而不是市场分析师、宏观经济分析师，更不是证券分析师。"

格雷厄姆提出了一系列通用的投资原则。我们可以将"了解你正在做的事，了解你的公司"这一原则视为首要原则。他提出，要清楚地了解这些，就得分清投机和投资的区别（投机是一种有期待的购买行为，期待资产价格会上涨；投资是一种基于了解一家公司及其价值的购买行为）。另一个原则是，格雷厄姆建议要保守。他说，只有当通过可靠的计算得出你会得到合理的利润回报时，你才可以去购买股票。用他的话说就是最好远离那些你几乎得不到什么却会失去很多的公司。做决定必须要以精确的计算结果为依据，而不是基于乐观的感觉。特别是如果投资回报有限，投资者就必须寻找到有利的证据，证明自己没有在重要的原则上冒险。格雷厄姆建议投资者要亲力亲为，除非自己有耐心并且能够仔细监控经理人的表现，或者有充分的理由可以信任经理人的品德和能力。最后一个原则强调，投资者要有独立思考的能力和坚韧的品格。格雷厄姆建议投资者要相信自己的知识和经验，并且有勇气按照自己的判

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

断行动，即使别人有不同意见。他说："别人不同意你时，你既不是对的也不是错的。你之所以是对的，是因为你的数据和推理是对的。"

巴菲特听从了所有这些建议。他常说自己从来不在不了解的公司投资。他的一个基本标准就是他所谓的"公司的简单性"。比如他力争回避风险，当存在某些风险时，他会投资可转换债券而不是股票。他坚持用一贯的方法为他拥有的那些公司选择经理人，个人品德是他考虑的基本因素之一。有篇文章的标题简洁地表达了他的观点：《沃伦·巴菲特对天堂的理解：我不必与我不喜欢的人工作》。相信自己的判断是巴菲特方法的一部分——他对群体决定的理解就是照镜子。

在另一套原则中，格雷厄姆特别重视选择投资目标的过程。有两种方式可以实现对投资目标的选择：预测和保护，或者说是保守。格雷厄姆说："那些强调预测的人将力争去比较准确地预测公司在未来的业绩，特别是盈利是否有显著且持续的增长。"而那些强调保守的人会努力确保可见的现值要以"明显的边际"高于其市场价值，从而可以承受未来的那些负面发展。预测的方式可以被看作是定性的，因为它关注未来的发展、管理以及其他不可测但又重要的因素。保守的方式可以看作是量化的或统计性的，因为它强调出售价格和盈利、资产、股息以及其他可测因素之间的关系。

因为格雷厄姆的保守主义，当他选择公司来进行投资时，他更倾向于不定性或者不主观地分析潜在目标，而采用量化方法，并且以高度程序化的方式行动。他总是定量地寻找那些价值被低估的股票。作为投资回报，格雷厄姆希望得到具体、明确的价值，而不将未来的前景和承诺视为对目前缺乏的有效价值的补偿。作为格雷厄姆的衣钵传人，巴菲特也不会投资一个柠檬水摊位，即使它有潜力发展成为下一个微软公司，他说："如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家公司过去的记录很糟糕，即使其前途非常光明，我们也会放弃这个机会。”

在1934年版的《证券分析》一书中，格雷厄姆和多德系统地阐述了股票的内在价值这一概念。他们解释说内在价值可能不同于“价格”，在他们看来，价格会受人为控制和心理过剩的影响。那时“贴现”这个概念还未出现，他们把内在价值定义为“以事实——资产、收益、股息和明确的发展前景作为根据的价值”。1938年，约翰·威廉姆斯（John Williams）引入了“贴现”和“现值”的概念。在1949年首次出版的《聪明的投资者》一书中，格雷厄姆使用了这些概念。重要的是，他对现值的理解不同于我们早已习惯的常规的理解方式，我们将在本章后面的部分讨论。

格雷厄姆选择投资目标的保守性量化方法的中心内容是安全边际，也就是所显示的现值必须要高于市场价格。只有具有这个安全边际的投资才会产生预期回报，而当价格大部分都必须依赖未来持续增加的盈利时，投资则缺乏适当的安全边际。让我们更仔细地来研究一下他对安全边际的观点。为了保证足够的安全边际，收益与价格的比率（E/P）应至少与当前的高级别债券利率一样高。[①]这意味着价格与收益（P/E）的比率，即市盈率将会最小，是1/高等级债券利率[②]。根据戈登模型[③]，一家年利润增长稳定的公司，它的股票价格可以用以下等式表达：$P=E/(r-g)$，P是股票价格，E是每股净利润，r是贴现率，g是预期利润增长率（我

① 这是对业余投资者的建议。格雷厄姆把他个人的要求设得更高：E/P必须比政府债券的回报率高一倍。如果债券的回报率是5%，那么格雷厄姆的系数必须是10%。

② 1/高等级债券利率可能会产生非常高的市盈率（P/E）。例如，1/0.05=20。格雷厄姆的E/P要比高等级债券利率高一倍，那就是市盈率为10。

③ 尽管这个模型在格雷厄姆时代已经出现，他似乎并没有按照这个模型讨论安全边际原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们先暂时把股息政策放在一边，假设所有利润要么作为股息支付，要么以 r% 的回报率再投资——这是投资者要求的回报率。这样，股息和再投资之间的区分就不会影响股票估值）。因此，$P/E=1/(r-g)$ 或者 $P=E/(r-g)$。格雷厄姆的要求（$E/P>r_f$）可以表示为 $r-g>r_f$，这里 r_f 是无风险利率（短期政府债券的回报），或者表示为 $r>r_f+g$。预期增长率越高，贴现率的值（用来评估股票价值的）就越要高于无风险利率的值。在实际操作中，为了评估未来现金流，格雷厄姆建议使用无风险利率 r_f，把预期增长率几乎设为零（$g=0$）——这是非常保守的预期（也许格雷厄姆一生经历的长期低增长能够解释这一点）——并使用额外扣除。

在现代文献中，比如塞斯·卡拉曼（Seth Klarman）的《安全边际》（*Margin of Safety: Risk-Averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor*）和克里斯托弗·布朗（Christopher Browne）的《价值投资手册》（*the Little Book of Value Investing*）就将格雷厄姆的安全边际视为一种以较公允价值的折扣价购买的行为。这些书反映了格雷厄姆的理论方法和实践方法的精神。同时，也可能提出了另一种解释。格雷厄姆的安全边际原则建议，要购买那些价格低于用贴现现金流公式以无风险利率（在格雷厄姆的低增长或零增长世界）计算出的价值的股票。股票比债券的风险要大，所以股票的回报必须要高于无风险利率，它们的合理价格必须要低于用无风险利率计算出的价格。格雷厄姆的价格不一定低于公允价值，但一定低于使用无风险利率可能得出的乐观估价。

当代金融分析师可能会认为格雷厄姆的方法相对简单，他没有正式评估与资产相联系的风险等级，而是本能地运用了扣除。《聪明的投资者》一书的作者并没有讨论扣除数量的大小，以及它是否必须与资产的细节联系起来。除了提出收益/价格比必须高于高等级债券利率（或者市盈率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必须低于 1/ 高等级债券利率）以外，格雷厄姆用倍数讨论了合理的股票价格。他认为，对于投资来说，满意的投资市盈率不像人们根据他对低成本收购的重要程度所预期的那么低。他建议，为好公司支付的价格不应超过其收益的 15 倍。满足这个标准的市盈率是有可能实现的，尽管不一定在任何年份都能够实现。如罗伯特·席勒所说，美国股市自 1871 年以来的平均市盈率为 14.5 倍。另外，格雷厄姆建议，要基于过去三年的平均利润计算市盈率。[①] 股票还必须有合适的市净率（P/BV），即每股市价 / 每股账面价值，而且市净率不超过 1.5 倍[②]；或者说，市盈率乘以市净率不应超过 22.5。

为股票估价时，巴菲特喜欢老派做法，他使用格雷厄姆的方法。他常常承认他使用债券利率——无风险利率——作为贴现率，尽管他说自己的投资（比如对可口可乐的投资）与无风险投资差别不大[③]，特别是从长期看。和格雷厄姆一样，巴菲特从不讨论安全边际的精确范围或者他对增长率的假设。他也间接地定义了他的安全边际。很长一段时间内，巴菲特都要求年回报不得低于 15%，后来他的要求降到了 10%，现在是 9% 或者每年跑赢市场 5 个百分点，以两者之中较低的那个为准。这些基准都远比用无风险利率来贴现所得到的水准更难达到。

① 后来，行为经济学家发现，投资者在评估公司的财务业绩（特别是增长率）时，注重近几年的业绩甚于早些年的业绩。此外，格雷厄姆提醒投资者要格外认真看待周期性公司的当期损益。他认为投资者在公司经营状况好时购买低品质证券是他们遭受的主要损失，因为他们会把当前的良好收益视为等同于公司的“盈利能力”，并且假设繁荣即安全。

② 这表示格雷厄姆不喜欢那些商业模式建在无形资产上的公司。20 世纪 10 年代，年轻的格雷厄姆当时在华尔街的一家经纪公司工作，计算 - 制表 - 记录公司（Computing-Tabulating-Recording Company）吸引了他的注意，该公司生产的一种由赫尔曼·霍尔瑞斯（Herman Hollerith）发明的穿孔制表机可以帮助人们处理大量的统计数据。格雷厄姆认为该公司并不被市场所了解，其股价也因此被低估。当他把自己的投资想法讲给管理层听时却遭到了拒绝。格雷厄姆的上级看了资产负债表后认为该公司的资产有名无实，因为它并没有很多的有形资产。上级建议格雷厄姆以后不要提出类似的提议。他听从了建议，从未购买该公司的股票。后来该公司成为了美国国际商用机器公司（IBM），很多拥有其股票的投资者最终大赚了一笔。

③ 我们将在第 2 章中讨论可口可乐公司及其无风险程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特不使用流行的资本资产定价模型（Capital Asset Pricing Model，CAPM）。这个模型在格雷厄姆时期还没有出现。它是风险评估方法中相对新颖的一个模型，它试图用数学方法评估股票投资所要求的风险溢价。风险越高，贴现率越高。CAPM 将投资要求的回报定义为无风险利率与 β 系数乘以市场总体回报和无风险利率的差的和，β 系数反映了股价的波动性：$r=r_f+\beta(rm-r_f)$。用这个比率贴现现金流在方法上不同于格雷厄姆用无风险利率贴现并用直观扣除所得到的现值。

巴菲特对 CAPM 不感兴趣，但可能并不是因为它的复杂性，而是因为他可能不同意这个模型的假设。CAPM 把一种资产的风险水平描述为其价格波动的函数（通过 β 系数）。在巴菲特看来，对于一个购买了股票并长期或者“永远”持有的投资者来说，风险不在于市场价格的波动。他相信，投资风险和投资错误是由于对某家具体的公司或整个行业的了解不够才出现的。他不相信市场估价，也不关心关于市场的短期观点。

格雷厄姆另一个检测股票价值效度的方法是看看这只股票对私人所有者来说有什么价值——私人投资者会付出与市场相同的价格吗（整个 20 世纪 60 年代，巴菲特在其致投资者的信中数次提出了这个观点）？这个观点与其“买股票必须是为了获得基础业务的股份”的观点完全一致。找出这个问题的正确答案（交易对于私人投资者的价值）是不容易的，这意味着有必要进行估值，使用试探性方法也将不可避免。现有的关于收购的统计数据显示，公司平均会以高于其市场价格的价格被收购，所以，一家公司对于私人所有者的价值高于其市值的说法是有待商榷的。

除了安全边际和股份对私人所有者的价值，格雷厄姆还指出了其他一些能使公司成为具有吸引力的投资目标的具体参数。公司规模必须相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对大。[①] 公司必须有足够好的财务状况（流动资产必须至少是流动负债的两倍，长期债务的金额不得超过流动资产净值或者营运资本的金额）。公司必须至少在过去 10 年中有盈利，在过去 20 年中必须一直派发股息。[②] 公司利润必须至少比上个 10 年增长 1/3（这比每年 3% 稍低）。[③] 这个标准显示，虽然格雷厄姆偏好量化方法，但是他没有将这种方法简化为找到任何一家价值被低估的公司。

也许格雷厄姆的方法是对当时经济环境的自然反应。20 世纪 30 年代至 50 年代，经济大萧条使股票价格普遍偏低，而且 1929 年至 1932 年间股市大跌，股票指数跌了将近 90%（那些运用高杠杆投资的人失去了一切）。[④] 那时资本市场也相对年轻。金融信息的无效传播导致投资者忽略了机会。尽管价值被低估的公司很多，其中有些公司被格雷厄姆及其学生称为“烟蒂”，但系统地筛选这些公司并不容易。在前数字时代，获取和分析信息都需要拥有丰富的资源。

慢慢地，运用格雷厄姆这种严格方法的机会似乎越来越有限了，这可能有以下几个原因。首先，平均来说，股票不再那么便宜。投资者的迭代导致了股票市场价值的增长。第二，格雷厄姆的理论开始被人们接受，他的追随者们都在寻找和购买那些价值低估的股票——“格雷厄姆 - 多德斯维尔”的人口越来越多。巴菲特指出，本杰明・格雷厄姆方法的“劣势”就是这种方法太有名了，以至于投资者已经采纳了符合标

① 经本书作者计算得出，收入的现值要超过 20 亿美元。

② 将盈利时间要求设为 10 年的同时将派息时间设为 20 年，这似乎是矛盾的。公司很难在亏损时派发股息，尽管不是不可能。

③ 格雷厄姆制定这个规则的那个年代几乎没有通货膨胀。实际上他说的是按实际值计算的利润增长。

④ 格雷厄姆保守的一个原因是他将股市视为零和博弈。不过，一家小型的初创公司如果成长得快，那可以为整个市场增加价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准的大部分内容（也许，今天我们同样可以这样评价沃伦·巴菲特的方法）。第三，对上市公司信息披露要求的持续收紧也使价值被低估的股票更容易被投资者看到。格雷厄姆记得这样一个例子。在投资从标准石油（Standard Oil）分拆出来的北方管道（Northern Pipeline）时，该公司的资产负债表显示，其债券的价值比其年收入高出 12 倍，可投资者并不了解这些数据。格雷厄姆是在研究了美国州际商务委员会（Interstate Commerce Commission）的档案后才发现了这些债券的价值的，在他之前没有人想到这样做。在现代社会，人们几乎无法通过计算机、金融数据库和证券交易所公布的信息机械地搜索到“便宜的”股票。关于股票的信息几乎可以立刻被众多投资者所知。如今，如果一只股票从倍数上看像是被低估了价值，很可能其价格就是市场对该公司前景的看法的一种反映。当然，市场可能会出错，或者出现流动性困难。

乔尔·格林布拉特（Joel Greenblatt）① 发现，截至 20 世纪 90 年代中期，价值被严重低估的股票完全消失了，尽管他的这个论断是在市场已经被诊断为处于泡沫期时作出的。后来这个泡沫在 2000 年破裂了。在一位巴菲特研究者看来，美国的“烟蒂”式投资时代结束于 20 世纪 70 年代中期甚至更早。格雷厄姆的学生沃尔特·施洛斯说，这些股票在 20 世纪 50 年代末就消失了。

1973 年，在其生前出版的最后一版《聪明的投资者》一书中，格雷厄姆承认发现价值被低估的股票已经变得极其困难：“投资者最好应该意识到，过去那种有获得良好利润的可能且最终风险小的股票已经找不到

① 乔尔·格林布拉特是一位价值投资者，也是一位价值投资理论家。实际上他接过了格雷厄姆的衣钵，在哥伦比亚商学院教授价值投资课程。他的《股市天才》（*You Can Be a Stock Market Genius*）是学习价值投资的必读书籍。格林布拉特指出，在现代，价值投资不应被简化为巴菲特探讨的那些相对简单的观点，通过价值投资产生高回报也不像看上去那么简单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了。”他晚年时曾说，即便是一个天才，也不可能通过比对手更好、更深入地研究公司的财务报告来赚钱了。所有分析师都在研究报告。[①] 可能这个说法是极端的。毕竟，是华尔街的一位分析师审查了安然公司的报告并发现了其中的异常。这位分析师在某次会议中对安然公司的财务状况发表了评论，这引发了安然的破产。

虽然大量价值被不合理低估的股票消失了，有趣的是，金融学者却发现投资相对低价的股票仍然是赚取超额回报的一个策略。大量研究表明，投资有较低的市净率、市盈率、股价与现金流比率（P/C）和有较高股息率（DIV/P）的股票（即所谓的“价值股”），会比投资那些高市净率、市盈率、股价与现金流比率和低股息率的股票（即所谓的“魅力股”）能够获得更高的回报。这种早期研究是在 20 世纪七八十年代进行的，研究者研究了 20 世纪 50 年代末至 80 年代初的股票收益。

后续一些对 20 世纪 80 年代后期至 90 年代的研究也有相似的结果。例如，拉克尼肖克（Lakonishok）及其同事提供的证据表明，市值策略之所以在美国市场产生了较高回报是因为它们利用了典型投资者的错误，而不是因为这些策略根本更为冒险。拉科尼肖克在其与其他学者合著的文章中提到，比起投资魅力股或者高市净率的股票，投资价值股（即低市净率的股票）更易获得超额收益。《价值股的好消息》（*Good News for Value Stocks*）一文的作者们发现，价值股与魅力股之间的回报差异可以大部分归因于系统地对价值股更为有利的盈利不符合预期。

① 马丁·弗里德森（Martin Fridson）发现，格雷厄姆是这种方法的先驱。格雷厄姆是最早研究美国钢铁公司年度报告的人之一（这是他妈妈最喜爱的公司，他在孩童时就关注这家公司），甚至早于他开启华尔街的职业生涯之时。他发现了可以分发给股东的闲置资本，还发现了子公司未合并收益的水平。对其他投资者来说，这才是投机活动的主题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种效应在其他市场也出现过。迈克尔·开普勒（Michael Keppler）发现其在摩根士丹利资本国际指数（Morgan Stanley Capital International Index，MSCI 指数）包括的 18 个国家和地区（澳大利亚、奥地利、巴西、加拿大、丹麦、法国、德国、意大利、日本、荷兰、挪威、新加坡/马来西亚、西班牙、瑞典、瑞士、英国、美国和中国香港）出现过。蔡君（Jun Caj）发现，通常在东京证券交易所上市的那些价值股在构成投资组合后的五年中，其每年的收益率超过魅力股 6~12 个百分点。对 1961 年至 1998 年的综合研究证实，在英国市场上市的价值股也比魅力股表现要好。《国际价值股和成长股的回报研究》（*International Value and Growth Stocks Returns*）一文的作者们发现，投资法国、德国、瑞士、英国、日本和美国的价值股会获得额外回报。有趣的是，一些探索发现，最佳回报不是通过投资那 10% 的最便宜的股票来获得的，而是通过投资排在倒数 10%~20% 的股票来获得的。也许那 10% 的最便宜股票中有一些公司濒临破产，那么它们就不只是价值被低估的股票了。

近年来，关于倍数和时间段的研究方法得到了更多关注，学者们也研究了更多的具体效应。

为了表示忠于他的老师，巴菲特从独立投资人和寻找“烟蒂”的理财经理做起，他的职业生涯就此开启。在很长一段时间里，他的投资决策都遵从着格雷厄姆设定的价格标准。但是最终，这种方法的缺陷引起了他的关注。他曾说：“那儿有烟蒂，它看上去很脏，但还冒着烟，而且它是免费的。”当巴菲特以低于营运资本的价格购买了伯克希尔公司时，伯克希尔就是那个样子。但巴菲特却说那是个非常糟糕的错误。尽管他可以不去买“烟蒂”，他的经历也表明从更贵的股票那里“摘樱桃”会有最好的结果，但是他仍然坚持购买价必须足够低，这样才能保证收购有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利可图，即使卖出的前景堪忧。

20 世纪 70 年代早期，巴菲特开始用更为量化的方法进行投资。通过与查理・芒格一起交流和投资，巴菲特获得了经验。查理・芒格从来不像巴菲特那样崇拜格雷厄姆。这种量化方法有着新颖的概念，巴菲特用简洁的格言概括了它的本质："用平价购买一家很棒的公司远比用很棒的价格购买一家业绩平平的公司要好得多。"这与格雷厄姆的观点不同。对于格雷厄姆来说，股票要么便宜要么贵，并没有好坏之分，而且如果收购价过高，购买一家公司很可能就是一次不好的投资。沃尔特・施洛斯解释说，格雷厄姆建议买股票要像买杂货，而不是买香水。巴菲特日后对可口可乐或者吉列公司的投资都是买了香水股。

1972 年收购时思糖果（See’s Candies）时，巴菲特的收购有了突破。这是一家生产巧克力的公司，在加利福尼亚有很多连锁店。芒格回忆说，时思糖果是以高于其账面价值的高价被收购的，这是一次成功的收购；而收购霍赫希尔德科恩公司（Hochschild,Kohn & Co）[①]的价格虽然较其账面价值和清算价值有折扣，但这个收购却是失败的。他说："这两件事让我们认识到要为更好的公司付出高价。"时思糖果是以比其净资产账面价值高出 3 倍的价格被收购的，但这个价格只是年利润的 6 倍。如今看来，这是非常适中的价格。然而，重要的是要考虑当时不利的宏观经济情况。

著有《首席执行官巴菲特：从伯克希尔哈撒韦公司的管理者那里得来的秘密》一书的罗伯特・迈尔斯评估了时思糖果在 1999 年的财务情况（迈尔斯写作这本书的时间）。公司一年的税前利润是 7 500 万美元，是收购价格的 3 倍。销售额从 1972 年的 3 100 万美元增长到 1999 年的 3.06 亿

① 我们将在第 3 章简短讨论这次收购。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元。1999 年，时思糖果的估值是其销售额的 5 倍、年利润的 30 倍（与上市交易的同类公司相当），保守计算，公司市值已经达到了 15 亿美元。这表示，如果投资时思糖果，每年你会获得将近 18% 的投资回报。在被收购后的 28 年中，时思糖果创造了 9 亿多美元的税前利润，这是在 700 万美元的原始资本金的基础上创造出来的。公司只保留了 7 100 万美元用于资本投资，每年的资本收益率为 100%。当我们对一家公司进行估值时，我们可能只是相对于资本金进行估值。可能麦尔斯指的是资产的账面净值。如果我们从股东的角度考虑一家公司的价值，那么从收购价的角度对其进行估值会更有意义。它的收购价比资本金要高 3 倍多。

一家公司的估值是其年利润的 30 倍、销售额的 5 倍，这个估值即使对于一家成长中的公司而言也不一定是保守的。作为比较，根据著名估值理论家阿斯沃斯・达摩达兰（Aswat Damodaran）所说，2014 年初，美国专营零售业的市盈率是 25 倍，价格 / 销售比率（P/S）是 0.83 倍。迈尔斯使用的同行估值是 1999 年当年的，那年的股市达到了峰值。根据罗伯特・席勒所说，那年标普 500 指数的市盈率在 40~44 倍浮动[①]，可我们前面说过，市盈率的历史平均值只有大约 14.5 倍，市场被高估了 3 倍（尽管老牌经济公司没有被高估这么多，但它们也都被高估了）。由于 1972 年至 1999 年的通货膨胀，货币大约贬值了 3/4。到 1999 年，如果按照 1972 年的货币价格计算，时思糖果的年收入仅增长至 1.24 亿美元。如果考虑通货膨胀因素并使用更为保守的（格雷厄姆的）15 倍市盈率计算，那么公司的估值是 1.87 亿美元——这仍然非常惊人，因为收购价只有 2 500 万美元。

格雷厄姆也开始投资有增长潜力的股票。他认为这种投资风格并不

① 席勒计算了超过 20 年的平均市盈率。每月的数据请参看 http://www.multpl.com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完全有悖于他的安全边际原则。当计算安全边际时，成长股买家依赖预期收益能力，这种能力会比其过去的平均水平要好。在某个时间点，格雷厄姆发现，用心评估未来正在成为证券分析的一种趋势。他说，精心预测的未来盈利肯定会比过去的记录可靠。所以，投资成长股这种方法可能提供了一个合理的安全边际，假设对未来的计算是保守的，并且假设与已付价格相比，它有令人满意的边际。

谈到可能引起股价上涨的因素，格雷厄姆提到了关于利润增长的投资者预期。他认为预期这个观念很重要，因为它允许股价与合理估价之间有一定的正缺口。他说："那些规模大、盈利记录良好、公众预期其未来有可持续盈利增长，并且过去多年都有强劲市场表现的公司会被认为更具发展潜力。"

尽管如此，格雷厄姆也不完全是成长型投资的支持者。首先，他重点关注的是那些价值被低估的股票。第二，格雷厄姆相信，一位保守型投资者的核心投资原则必须是集中关注公司在过去和现在所处的市场地位。他只是提及了这样一个观点：一家一直成长并有良好财务表现的公司在未来也会持续成长。格雷厄姆从来没有确切地阐述评估成长潜力的要求。此外，他还提到了一个相对温和的历史增长率，而不是成长型投资追随者所追求的增长率。在格雷厄姆看来，理想的投资目标仍然是那些规模大、业绩稳定、缓慢成长的公司，而不是那些规模小且刚刚升起的新星。

沃尔特·施洛斯说，格雷厄姆注重让钱翻倍，他强调赚钱，但不是赚很多钱。价值一旦翻倍就收回投资，这是投资者回避成长股的一个标志。大约在 1947 年，一位在格雷厄姆基金工作的分析师建议投资 The Haloid Photographic Company，也就是后来的美国施乐公司（Xerox），那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时它即将推出其第一款复印机。即使当时公司的股价只比大萧条时高一点，格雷厄姆还是拒绝了："它不是我们想要的那类股票"。做投资时，格雷厄姆的头脑里没有投资期限，他更喜欢在股票涨到一定程度时就卖掉。巴菲特在这一点上不同于他的老师，他喜欢寻找那些可以"永远"拥有的公司，而格雷厄姆是低价买入、高价卖出。我们将在第 3 章中更详细地讨论巴菲特关于投资期限的观点。

菲利普·费雪是成长型投资哲学的先驱，他被认为是沃伦·巴菲特的第二位"知识前辈"。让我们来聊聊那些能够吸引费雪注意的公司。

菲利普·费雪

成长型股票的价值似乎每十年就增长几倍。

菲利普·费雪

和格雷厄姆一样，菲利普·费雪是一位著名的基金管理人。他出生于 1907 年，1928 年在还未完成斯坦福大学的学业时，他就成为了一位分析师，开始了自己的投资事业。虽然费雪在 1931 年就开始了自己的投资业务，但直到 20 世纪 50 年代，他才开始转向大规模投资。直到 1999 年，他都一直活跃在市场中。在他 70 年的投资生涯中，他帮助投资者赚了很多钱，但是关于他投资表现的公开信息仅限于一些对具体成功投资案例的报道。与格雷厄姆一样，费雪也喜欢写作。他的畅销书《怎样选择成长股》最早出版于 1958 年，至今仍为人们所用。他也像格雷厄姆一样在母校教书，但他的母校是斯坦福大学。

巴菲特告诉我们，20 世纪 60 年代，他在读费雪的书时开始思考费雪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的观点。他认为，费雪“如果不是最早发展了成长股具有不同于普通股的显见特质之理论的人，也是最早之一”。投资成长股是费雪在已经穷尽了格雷厄姆方法时使用的解决办法。有趣的是，费雪还说，这个方法不仅是旧投资技巧的进步，而且即使在早期，当旧系统仍然可以促成成功的投资时，这个方法也可以产生较好的回报。比如在 19 世纪和 20 世纪早期，当金融体系的内在不稳定性引起了经常性繁荣与萧条时[①]，常用的一个投资方法就是赌商业循环，或者说在经济萧条时买入股票，然后在经济繁荣时将它们卖掉。费雪发现，这个方法创造了财富。不过，他坚持认为，那些使用了不同方法的人会赚得更多，而且风险会小得多。他说：“即使在早期，对更多的人来说，那些找到了真正的好公司，并且无论市场怎样起伏变化都坚持持有的人，要比那些不断尝试低价买入、高价卖出的人赚得更多。”

费雪解释了投资优质成长公司的好处。他发现，在足够长的时间里，比如五年，即使是经验最丰富的投机商人，与那些能够对经营良好的成长型公司进行合理估值的人相比，前者赚的利润也只是后者的一小部分。费雪认为这个观点一直会是正确的，即便将成长股投资者在那些表现不如预期的投资中遭受的损失，以及在那些没有产生预期盈利的廉价股上所遭受的损失都考虑在内。他说：“成长股之所以表现得好，是因为它们的价值似乎每十年都有几倍的增长。相反，如果价值被低估 50%，那这些廉价股就不那么寻常了。”

费雪又引用了另一个他认为成长型公司能够吸引他的理由：成长股表现优异不仅体现在资本增值方面，而且在给定的一段时间内，还体现

① 关于引发经常性繁荣和萧条的原因，以及监管机制在平息繁荣和萧条时所扮演的角色的讨论一直都存在。但是，金融危机的出现频率在费雪那个时代大幅减少——20 世纪初成立的美联储极大地改变了金融系统的状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在股息收益率方面。

如我们所知，成长速度最快的公司通常是那些非常年轻的公司。不过，费雪不建议投资特别年轻的公司，即使年轻的成长股有最大的盈利可能，有时甚至会在十年中盈利几十倍。费雪建议，在遵循他推荐的原则（我们在本章的后面再讨论）的同时，要去投资那些比较成熟的公司。老牌成长型公司可能发生的损失应当都是暂时的，那是大市中某段无法预测的下降期引起的。

和费雪一样，巴菲特也建议投资者在投资非常年轻的成长型公司时要尤其小心。他提醒投资者，如果公司或项目的早期需要注入大量资金，并且注资额超过了未来现金流，那么成长可能会对价值起破坏作用。成长性仅仅是公司价值的组成部分之一，它既可以负面地又可以正面地影响价值。费雪认为技术是投资者的朋友，但巴菲特认为投资科技公司的风险太大。

由于格雷厄姆坚持严格的投资规则，运用他的方法会自动导致投资者不在市场处于高位时投资，而在市场处于低位时积极投资。费雪主要考虑的是股票的质量而不是其价位，他将买股票的时机作为一个需要独立考虑的问题。当然，在低价位时购买是最好的选择。他说："如果买入了好股票并持有足够长的时间，它们总能盈利……不过，要获得最多的利润，即投机性利润，则必须考虑时机。"当投资者找到了一家值得投资的理想公司，可时机却不对时，他该怎么办？费雪认为："既然最好的股票在经济萧条时从峰值下跌 40%~50% 并不常见，那么完全忽视商业周期难道不是相当冒险吗？"他认为，如果交易量相对较小，并且如果大部分投资组合是在市场条件有利时获得的，那么在市场处于高位时投资，承担一定的风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也是合理的。

另一方面，费雪建议投资者应该牢记，宏观经济指标和金融指标，包括市场动态，都是很难预测的，最好不要猜测大市的趋势，除非投机性交易占主导，而且经济风暴的警示也非常清楚。他说："由于担心大市可能发生的情况而推迟有吸引力的购买将在数年之后被证明是要付出巨大代价的。这是因为，投资者会害怕某种所有人都在猜测的不那么强大的力量，而忽视了他有着积极认知的某种强大的影响力。"费雪的建议要在刻意的市场择时与远离择时之间转换。巴菲特大体上同意他的观点："我们力图为购买定价，而不是为购买择时。"

费雪也不赞成人们普遍认同的资产必须在已经大幅上涨或者预测市场会下跌时出售的观点。他举了这样一个例子。他在为一家利润分享信托做顾问时曾购买了股票。股价上涨，人们急于卖出。一位信托持有人非常想趁此机会卖出一些股票，然后在市场下跌时再重新买回。费雪评价说："这非常荒唐。不论这笔投资比别的好还是坏，拿回诱饵只不过是个心理安慰。这与行动的正确与否没有任何关系。"

费雪发现，投资者们常常以为仅仅股价涨上去了，这只股票可能就没什么潜力了。他不同意这个观点，因为他相信，不寻常的公司才是唯一值得投资者买入的，而且这些公司的运营方式也不同。他认为，从长期来看，那些长期投资者会赚得更多，而且会越赚越多。他说："如果买入普通股时已经做好了功课，那么可以差不多永远持有它。"巴菲特几乎是一字不差地表达了同样的观点，他同样是买了股票就"永远"地持有它们。

费雪不相信市场的理性。股票市场有时效性，就如同服装行业有时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尚期限一样。在费雪看来，投资者要对市场一时痴迷的东西格外小心，以确保交易价格是合适的，不要因为过度正面解读事实而被冲昏头脑并付出高价。与格雷厄姆一样，费雪也强烈建议投资者不要从众。他认为，避免将自己的决定与大多数人的决定进行比较是一个非常重要的投资原则，对于那些缺乏经验的投资者来说，这很难掌握。他说，他写的《股市投资致富之道》一书是写给所有投资者的，他们都不相信这样的道理：每个人似乎都认为是这样，所以它必须就是这样。事实上，费雪是最早批评了有效市场假说的人之一。

正确的投资机会需要具备哪些条件？费雪在其《怎样选择成长股》一书中介绍了他运用的 15 个投资原则。这些原则广为人知，让我们来简单回顾一下其中的几个主要原则。公司必须拥有具有足够市场潜力的产品或者服务，从而使销售额在若干年内都能获得可观增长；有产品开发渠道，当现有畅销产品的增长潜力已经被大致开发殆尽时，这个渠道可以进一步增加总销售额；有一个有效的研发机构；有一个运行良好的销售部门；具备有价值的利润率（根据费雪的经验，最多的长期投资利润不是靠投资低利润率的公司赚到的，而是靠投资有强劲盈利能力的公司）；有可以维持并提高的利润率；对利润有长远的眼光（想获得最大回报的投资者应该青睐那些真正对利润有长远眼光的公司）；有出色的劳动和人事关系（费雪评价说，当普通员工感到自己不被重视时，那么管理者往往无法创建一家适合投资的公司）；有能力通过正确的判断为增长提供资金支持（如果在买入股票后的几年内，公司就进行了股权融资，而且融资只让之后的普通股收益实现了小幅增长，那么公司的管理层就不具备使公司成为好的投资目标的判断能力）。巴菲特在描述那些有吸引力的公司时没有讲得如此深入和具体——毕竟，他不是在写教科书，或许他将持续竞争优势（这一点我们将在第 2 章中讨论）视为一个更加重要的概

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

念。不过，如我们所看到的一样，在提到盈利能力、对人事的态度、长期投资眼光的重要性和通过发行股票为增长提供资金支持时[①]，他有着与费雪相似的观点。

费雪曾公开表示说，通货膨胀一直对利润率存在着威胁，尽管他对此的想法也适用于没有通货膨胀的情况。能够简单地通过提高价格就保持利润率的公司似乎是很幸运的，这要么是因为市场对他们的产品需求很大，要么是因为类似产品的价格更高。然而，以这种方式保持或提高利润率的能力终究是暂时的。新的有竞争力的生产能力出现了，它最终会让公司无法转嫁成本上涨，于是公司的利润率就会出现下降。如果未分配的利润被"消耗"了，这将特别有害。要么是通货膨胀极大地破坏了累计摊销，以至于最终无法替换设备，要么是顾客习惯的改变迫使公司把钱花在那些无法增加营业额的资产上，但如果该项支出没有发生的话，就可能引起营业额的减少。零售商店的空调系统就是这样一种资产。巴菲特在论述好的和坏的基本原则以及竞争优势时详细阐述了这些概念，我们将在第 2 章谈到。

在费雪看来，只有在公司的早期发展阶段，一家公司的全部利润才可以被用于为其增长提供资金支持。除非迫于通货膨胀的压力或者消费习惯改变引起的支出压力，否则更加成熟的公司必须把利润的 25%~40% 作为股息支付。费雪认为，股息显示了一家公司不花掉全部利润却能够维持并发展其业务的能力。巴菲特反对只在利润再投资带来更好回报时才派发股息的做法。我们将在第 5 章中详细讨论巴菲特有关股息政策的观点。

① 我们将在第 5 章讨论巴菲特关于股票的观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆、费雪和巴菲特都对“将分散投资视为降低风险的工具”的观点非常慎重。格雷厄姆承认，一方面分散投资是保守投资的一个古老原则，另一方面，把分散投资当作目标也是有危险的，因为投资组合的质量和以适中价格买入更为重要。他说“如果人们能够正确地选择最优质的股票，那么他们使用分散投资的方法只会败下阵来，而且如果平均市场水平过高，以至于无法为购买者提供足够的安全边际，那么简单地运用分散投资的方法所获得的成果可能无法令购买者满意。”这种关于分散投资的观点在逻辑上与格雷厄姆的理论如出一辙：对投资目标的要求很高，找到满意的投资目标很难。费雪说：“投资者最终会发现，他们面临的问题是如何找到好的投资机会，而不是如何在众多合适的机会中作出选择。通常，有一张很长的股票名单并不代表投资者优秀，而是代表他很犹豫。我们最好多去了解公司，而不是因为对公司缺乏了解就用分散投资来降低风险”。他说，对公司业务不够了解就进行投资很可能比缺少适当的分散投资更危险。后来，巴菲特将相似的观点继续发扬光大，我们将在第 4 章和第 5 章探讨他关于分散投资的理念。



人们购买价值被低估的股票是因为相信这些股票迟早会被市场公正地估值。在一次有关股市情况的国会听证会上，有人问格雷厄姆是什么原因促使价值被低估的股票的价格上涨，他回答说：“这是商业的谜题之一，对于我们每个人来说都是谜。但经验告诉我们，最终市场会与价值相符。”费雪对他的观点表示认同。费雪认为，如果要从投资中获得可观利润就需要有耐心。他说：“人们往往更容易说出股价将要发生什么样的变化，但说出要多长时间才发生变化却不容易。”毫无疑问，格雷厄姆和费雪的方法更有可能获得成功。但是，我们该如何将它们应用于实践?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是否有很多投资目标都符合他们的标准？最理想的状态是以格雷厄姆的价格买入费雪的股票，但这真是难上加难。在巴菲特看来，这些情况将出现在金融市场中（或者已经发生了）。我们将在第3章中谈到巴菲特认为的适合投资的价位，以及这些价位出现的时间。现在，让我们来看看那些帮助巴菲特获得投资回报的公司的基本特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章

The Warren Buffett Philosophy of Investment:
How a Combination of Value Investing and Smart Acquisitions Drives Extraordinary Success

巴菲特喜欢哪种公司

真正的大钱往往被那些能够做出正确的定性决策的投资者赚到了。

沃伦·巴菲特

巴菲特谈到了定性决策的重要性。我们将从什么是定性决策讲起。

巴菲特认为有问题的公司

一家销售日用品的公司不可能比你最笨的竞争对手聪明很多。

沃伦·巴菲特

为了理解什么是巴菲特认为的具有吸引力的公司，或者更普遍地说，哪种公司才是他认为是好公司，我们也许可以使用反证法的逻辑并且从相反的角度来考虑问题而获得一些启发。什么类型的公司不是好的投资对象？这种公司占大多数。巴菲特曾经说："世界上没有那么多美妙的公司。"

最糟糕的公司是那些必须以极低的回报率不断投入更多资本的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数公司都符合这个描述，它们常常需要持续地投入资本，否则它们就只有有限的上涨潜力。

巴菲特还说，那些处于既存在明显的产能过剩又存在产品单一问题的行业的公司是最容易出现利润问题的。如果成本和价格由全面竞争决定，如果产能过剩，如果买家不在乎他会使用谁家的产品或服务，那么产业经济的表现平平必然在人们的意料之中，如果这不完全是灾难性的话。

巴菲特用纺织业和保险业作为例子来对那些带有挑战性基础面的公司进行了说明。他说保险业是产能过剩和产品单一的典型行业。然而，伯克希尔和保险业却有着密切的关系，本书自始至终都在比较详细地讨论伯克希尔的保险业务。纺织业也以教科书的方式解释了在资本密集型行业中，相对无差别商品的生产者所获得的盈利一定不足，除非在供应紧张或者供应真正短缺的情况下。只要过剩产能存在，价格往往反映的是直接运营成本而不是使用的资本。这意味着成品价格会低于其包括摊销在内的全部的生产成本。已使用资本不仅不盈利，还无法自我恢复。

伯克希尔哈撒韦的故事以教科书的方式证实了这个过程。1955 年，公司由新英格兰的两个纺织业生产商——哈撒韦制造公司（Hathaway Manufacturing）和伯克希尔（Berkshire）的合并而成立。20 世纪 20 年代，新英格兰地区的纺织业开始衰落。一开始，北方企业受到了南方企业的挑战，因为南方的劳动力相对廉价。随着生产利润越来越低，甚至出现亏损，新英格兰的大多数厂主减少了在本地的投资——他们要么把生产设备搬到南方，要么干脆停止生产。也许，当时唯一继续投资的当地公司就是哈撒韦制造公司了。哈撒韦想要成为第一个生产人造丝绸的生产商以及美国最大的西装内衬生产商。该公司熬过了 20 世纪 40 年代，而且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还因为部队生产降落伞材料的订单而储备了资本。不幸的是，1954 年的暴风雨使工厂的厂房受损惨重，哈撒韦公司不得不与新英格兰地区的另一家厂商——伯克希尔精细纺织公司（Berkshire Fine Spinning Associates）合并。在战争期间，伯克希尔不仅有了利润，而且还积累了大量资金，可是它的设备陈旧，仅能加工棉花。20 世纪 50 年代，公司开始出现经济困难。1955 年，伯克希尔哈撒韦的股票每股值 14 美元，1962 年降至不到 8 美元，而公司的营运资本却折合每股 16.50 美元。当一家公司的股价比其每股营运资本的一半还低时，这表明市场相信公司将会“消耗”其流动资产。

1985 年，在关闭了伯克希尔哈撒韦的纺织业务部门后，巴菲特评论说，在过去的这些年中，如果一直对纺织业务进行大规模资本投资，那一定会导致变动成本的下降。从投资回报标准的测试棱镜来看，这些投资机会产生的经济收益与对伯克希尔其他业务（糖果和报纸）进行的投资要多一些。然而，投资纺织业务的潜在效益是众所周知的。伯克希尔的竞争者也在进行同样类型的资本支出，而且一旦有一定比例的行业伙伴进行了这种投资，行业成本基数的减少就会导致价格的下降。从单个公司看来，每家公司的投资似乎都是合理的，但从整体来看，这些决定对每家公司都产生了影响，而且并没有给每家公司都带来好处（就好像观看游行的每个人都认为如果踮起脚尖，自己会看得更清楚）。每一轮资本投资之后，虽然行业中的所有公司都投入了更多的资金，但是它们却没有得到更多的回报。

鉴于此，巴菲特对伯灵顿工业公司（Burlington Industry）的分析就显得有些尖锐。这家公司是美国领先的纺织生产商，多年来一直坚持现代化战略。巴菲特谈到了该公司与伯克希尔放弃自身的纺织业务的关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

截至 1985 年，伯灵顿工业公司的销售额约为 28 亿美元，这似乎是很大一笔钱。1964 年至 1985 年，公司的资本支出大约是 30 亿美元或者每股超过 200 美元，而该股的股价是 60 美元。这些花销的大部分都用于成本改善和公司规模的扩张。然而，按照实际价值计算，公司的销售额却减少了，1985 年的销售利润率和股本回报率都比 20 年前要低得多。1965 年，公司进行了 1 拆 2 的拆股，1985 年，该股的卖出价是 34 美元，只比 1964 年的 60 美元略高了一点。在这段时期，消费价格指数增长了两倍以上。虽然派发了常规股息，但是就购买力而言，它们也已经大幅缩水。巴菲特对此评论说："对股东来说，这种可怕的结果揭示了当大量的人力和脑力应用于错误领域时会发生什么。"2003 年，伯灵顿工业公司破产了。

正如巴菲特借用的对游行狂欢者踮起脚尖的比喻一样，同一个行业中的个体参与者的管理决策是相互影响的。单个管理者的错误判断可能会引起所有相关者的损失。当巴菲特谈到他购买的全美航空的可转换债券时这样说："一家销售日用品的公司不可能比最笨的竞争对手聪明很多。"当竞争者的产品定价低于你的产品成本时，如果你想保持在行业中的地位，你也必须将产品价格定在同样的水平，并承受损失。

巴菲特说："诀窍在于要让自己没有竞争者，那意味着你要有独树一帜的东西。所以，每个卖方都应一直创造能够吸引顾客并且有自身特点的产品或者服务。这对生产棒棒糖的公司有用（顾客会购买某个品牌的棒棒糖，而不是买两盎司的棒棒糖），但对生产砂糖的公司却不起作用（你什么时候听到过'我要一杯咖啡，加奶，还要加时思的糖'）。"巴菲特又举了另一个例子：制造卡迪拉克所用的钢来自美国钢铁公司的南部生产车间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管由于技术发展和顾客喜好的变化[①]，同一行业引入产品差异化的程度可能也会变化，但很多行业可能也根本无法实现产品差异化。在这些行业中，一些生产者如果有更大的可持续的成本优势，那么它们可能会一直表现得不错，但这种例外情况很少，在某些行业中就不存在。对于大多数销售日用品的公司来说，没有管制价格（或成本）的持续产能过剩会导致利润率不佳。最终，产能过剩会随着市场容量缩小或需求增大实现自我修复，但这种修复通常会滞后很长时间，并且当修复最终发生时，经济的再次繁荣常常会产生持续的扩张热情，在几年之内，这种扩张又会引起产能过剩，并催生新的无利润环境。巴菲特表达了我们在第 1 章中提到过的费雪的观点。

具有良好基本原则的公司

要投资那些处于顺风而不是逆风状态的公司。

——沃伦·巴菲特

请记住巴菲特对那些没有潜力的公司的定义，我们将仔细讨论那些有前途的公司的特征。最理想的公司是那些在较长的时间段内能够在极高回报率水平基础上使用大量增量资本的公司。当然，这是众所周知的。不过，尽管人们非常想用可以想到的最高回报率来使用无穷的资本，可实际上，这只能是一种幻想，因为大多数高回报的公司都需要相对较少的资本。同时，尽管人们能够理解可实现的最高回报是一种标准，但仍需要重点考虑一家公司的资本密集程度。巴菲特认为，在两家同样“完

① 例如，一位目光敏锐的消费者可能希望好时巧克力与可可豆巧克力单品或者价格公道的有机巧克力有所区别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美”的公司中，人们应该选择资本最不密集的那家。他承认，他和查理•芒格花了 25 年时间才得出了这个结论。

这个原理在其与有助于企业获得全面成功的其他因素的关系中类似于基石。巴菲特强调说：“鲜有例外，当有着辉煌声誉的管理层管理一家经济基础很糟糕的公司时，公司的信誉丝毫不会受影响。”如果管理的质量对运营结果只有有限的影响，这说明该公司是日用品公司，关于它的潜在问题，我们已经在前面的章节中讨论过。1980 年，巴菲特出售了他对凯撒铝业（Kaiser Aluminum）和美铝公司（Alcoa）的投资，他对这个决定的解释是，这些公司的长期发展会更多地受到铝行业未来的经济情况的影响，而较少受到管理层做出的营运决策的影响。

不过，我们应该更深入地研究管理层在公司中发挥的作用以及经济基本面与管理层的关系，尽管前者处于次要位置。一方面，巴菲特发现基本面总是比管理层更重要。另一方面，高质量的管理对于好公司来说非常有必要。巴菲特曾说过：“购买管理不善的零售商店就好比购买没有电梯的埃菲尔铁塔。”由于人际关系会受主观因素影响，巴菲特也曾说过他不愿意与自己不喜欢的人一起工作，所以他承认，有时他会因为不喜欢不得不与之一起工作的人而拒绝本来也许可以接受的交易。他的另外一句话也表明了他对管理质量的态度：“能从一数到十的马是一匹表现优异的马——但它不是一位优异的数学家。”后来他还说过：“我走到街上去寻找身高 7 英尺[①]的人，如果有人走过来对我说，‘虽然我身高只有 5 英尺 6 英寸[②]，但你该看看我打球’，我是不会对他感兴趣的。”然而，人们看到巴菲特并不总像是“篮球教练”那样行事，只不过他有时会这样。

① 1 英尺大约等于 0.304 8 米。——译者注
② 1 英寸大约等于 2.54 厘米。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为巴菲特的密友，比尔·盖茨说巴菲特不会购买那些只有当所有员工都优秀时才可能成功的公司。

关于管理还有另一面。巴菲特举了杰克·韦尔奇的例子。杰克·韦尔奇曾在 1981 年至 2001 年担任通用电气公司的主席和 CEO。如果可以克隆 499 个杰克·韦尔奇，让他们管理财富 500 强的另外 499 家公司，让原来的杰克·韦尔奇仍然管理通用电气公司，那么 5 年以后，财富 500 强公司的股本回报率很可能会下降而不是上升，因为 500 个杰克·韦尔奇会产生竞争，并会给美国商业带来整体更低的回报。管理质量的变化会显著提高一些管理者获得巨额回报的机会。当今的科学还不允许克隆人，所以要批量“生产”出优秀的管理人才还需要很长时间。在这变为现实之前，巴菲特那些关于“在管理者水平参差不齐的情况下良好管理的重要性”的理论都值得我们深思。他提醒我们要关注管理决策的相互关联性，但在这个例子中，管理决策的相互关联性是正面的。我们可以这样解释巴菲特的话：想比你最聪明的竞争对手聪明很多，与比最笨的对手聪明很多一样不容易。

巴菲特关于管理层和公司基本面的观点也经历了一定的发展过程。他曾认为某些优秀的管理者能够识别出化妆成癞蛤蟆的王子，他们的管理能力还能使他们揭开“王子”的面具，尽管他也指出大多数管理者高估了自己在这个领域的能力。最终巴菲特承认自己对这类公司的投资也是不成功的。他努力去寻找那些化妆成癞蛤蟆的王子，但是他投资的所有王子在被收购之前就是王子，而那些在他投资时就是癞蛤蟆的公司，不管他怎么亲吻它们，它们都没有变成王子。正如他所说，他亲吻它们，它们就呱呱叫。所以，他改变了策略，转而去寻找价格合适的高质量公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司[1]。也许正是这样的经历帮助巴菲特认识到，在糟糕的基本面和强势的管理层之间，胜出的将是基本面。

如果按照我们一直讨论的框架来回顾一下巴菲特对保险公司 GEICO 的投资也许会很有趣。这是一家成功的公司，但是其所处行业基本面糟糕，也经历过化妆成癞蛤蟆的时期。巴菲特了解这家公司的方式十分不同寻常，这让他在日后无数次地重述这段经历。他是从格雷厄姆那里听说 GEICO 的，格雷厄姆非常喜欢这家公司，并拥有其股份。1951 年 1 月的一个星期六，巴菲特来到位于华盛顿的 GEICO 总部，大门紧锁。当巴菲特按响了门铃时，一个保安给他开了门。巴菲特问大楼内是否有员工上班，保安说六楼确实有个人在工作。这个人就是公司总裁的助手洛里默·戴维森（Lorimer Davidson），后来他成为了 GEICO 的总经理。因为是格雷厄姆的学生，巴菲特被戴维森请进了办公室，两人一起聊了四个小时。戴维森不仅向巴菲特介绍了 GEICO 的情况，还介绍了保险行业的概况。巴菲特后来说，这次原本可能是一天半的交谈让他对保险业有了最完整的了解。这次会面给他留下了非常深刻的印象，以至于他很快买入了公司的股票，并在不到一年卖出，赚了 30% 的利润。后来，他非常后悔卖掉了股票，因为股价一直在上涨。在接下来的 25 年时间里，巴菲特密切关注着这只股票。1976 年，他又买入了这只股票。到 1980 年，他拥有 GEICO 约 33% 的股份。他继续买入，直到获得了控股权。1995 年，他买下了少数股东手中的全部股份，于是伯克希尔成为了该公司的唯一所有者。

尽管巴菲特认为 GEICO 所处的行业对他没有吸引力，但是在他看来，

① 巴菲特指的是他早期投资的那些“烟蒂”，那时他遵循的是他的导师本杰明·格雷厄姆的理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

GEICO 集合了非常重要且难以复制的竞争优势以及优秀的管理层，而且管理层在运营和资本配置上都有着丰富的经验。GEICO 的竞争优势在于其产品使用直销方式，而其他保险公司都是通过代理网络来出售保险产品——巴菲特认为这种营销方式在这些保险公司中根深蒂固，所以它们不太可能弃用[①]。GEICO 大约一半的销售额都来自现有顾客的推荐，其商业模式后来被证明特别适用于互联网时代，而那些使用保险代理的公司则正好相反。当然，这在 20 世纪 50 年代是不可能被预见的。

这位王子是如何发现自己被装扮成了癞蛤蟆的呢？20 世纪 70 年代中期，GEICO 经历了严重的困难。自 1936 年成立以来，GEICO 原本只面向军队和联邦政府的雇员出售汽车保险，因为这些顾客一般是细心且可靠的驾驶者，所以与此类客户相关的风险就相对较低。1952 年，该公司开始向州和市政府的雇员出售保险，1958 年开始向私营部门的员工出售。后来的这些顾客在驾驶时不都是那么细心，所以他们的风险相对要大不少。结果，保险赔付支出迅速增长。石油危机引发的高通货膨胀使情况更加复杂，公司在为保单的定价时没有把石油危机考虑在内。该公司之前收取的保费也不够用了。保费的缺口加上公司办公网络的扩大使 GEICO 处于破产边缘。除了两位数的通胀，保险业内的竞争的加剧是另一个使公司的财务状况雪上加霜的负面因素。1975 年，该公司的净资产从年初的 1.44 亿美元下降至年底的 3 500 万美元。不过到 1977 年，在更换了 CEO 并且重组了保单销售部门后，GEICO 又开始盈利了。公司的竞争优势——直销——得以保留。长期投资眼光让巴菲特在那些艰难的年份中为 GEICO 提供了必要的资金支持，从而挽救了 GEICO。如今，GEICO 利润相当可观。

① 这意味着在艰难的年份里，当保险销量引起亏损时，公司认为有必要缩小代理网络的规模。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

GEICO 的管理者之一托尼·奈斯利（Tony Nicely）立志在品牌认知度上实现公司的领先地位，因为在他看来，只有两三个品牌可以最终在市场中存活下来："我的终极目标是让 GEICO 成为像可口可乐或者麦当劳一样的品牌。如果我说'软饮料'，你就会想到'可口可乐'；我说'汉堡'，你就会想到'麦当劳'；我说'汽车保险'时，希望你能在第一时间想到'GEICO'。"似乎公司确实是朝这个目标发展的，其市场份额一直在持续增长。截至 2014 年 5 月，公司拥有 1 200 万客户，是美国第二大私人载客汽车保险商。然而，即使拥有强势地位，公司在受到外来挑战的压力时也可能会失利。在 2014 年 5 月的股东大会上，大家认为 GEICO 受到的挑战可能来自于自动驾驶汽车。因为事故率很可能会大幅下降，公司收取的保险费也会随之下降，整体市场将可能收缩几个数量级。

常识性地去定义好的和坏的基本面会使其过于简单化，尽管这有助于确定个人的投资原则。好的管理层很重要，这是常识。GEICO 的发展说明了这些因素的相互作用。不论如何定义，GEICO 都是被我们定义为基本面糟糕行业中的一家成功公司。不过，即使人们可能在框架选择方面合理地将保险业列为不景气行业，可保险业还是有好的方面的，那就是它是可以预先收取大量资金的少数行业之一，如果这些资金能够得到良好的管理，其中大部分就可以留存下来。这是伯克希尔在这个特别不景气的行业中仍然能够获得成功的原因之一。这个原因在伯克希尔的融资成本中起到了关键作用，而融资成本对于任何公司的成功都是根本性的。我们将在第 6 章中详细讨论伯克希尔的保险业务。

最后，我们来回顾一下巴菲特对公司基本面是如何受到通货膨胀影响的评论。1981 年，美国经济遭遇两位数的通胀。与费雪的观点不谋而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合，巴菲特发表评论说他的某些投资在通货膨胀环境下仍然获得了丰厚的回报。这些公司要么有意为之，要么偶然地都满足以下两个条件：第一，这些公司具备相对轻易地提高价格的能力，即便是在需求稳定和产能未被充分利用的时候；第二，即使提高了价格，这些公司也不会面临市场份额或按实值计算的销售额会显著减少的风险。结果，按照美元计算，它们实现了大幅度的销售增长（往往是被通胀而不是被真正的需求增长驱使），而仅需要额外注入少量的资本。

总之，巴菲特建议人们只为好看的演出买票，他说："有趣的是，好演出的票并不比烂演出的票贵很多。"

寻找"印钞机器"

我们一直在努力加宽护城河，从而保护我们的公司不被"游牧部落"袭击。

——沃伦 • 巴菲特

"所有动物生来平等，但有些动物要比其他动物更平等"——巴菲特总是在具备良好基本面的公司中寻找最理想的。一次完美的投资就是去投资一家具备印钞机功能的公司。不过，巴菲特对"印钞机"的寻找与对"永动机"的寻找不完全一样。能够产生稳定现金流的公司是存在的，巴菲特认为这类公司具有了经济特许权（economic franchise）。他发现，经济特许权来自一种为人们所需要或渴望并且被其顾客认为是没有类似的产品或者服务，而且这种产品或者服务的价格不受管制。具备了以上三个条件允许一家公司为其产品或服务大胆定价，从而赚取资本的高回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特说："此外，经济特许权可以容忍管理失误。不称职的管理者可能会降低经济特许权的利润率，但他们不会对公司造成永久性损害。"好的公司就是那种即使在该公司没有管理层的情况下却仍然赚很多钱的公司。在这种情况下，我们是从不同的角度来看待管理的作用的，这个角度与我们在之前的章节中所运用的有所不同。

区分经济特许权和知名品牌是很重要的，因为知名品牌的一个重要特征是它为人所知，但不是所有为人所知的品牌都能够产生强大的现金流。1993 年，巴菲特用宝丽来（Polaroid）和得州仪器（Texas Instruments）作为例子来说明有些品牌看起来很厉害，但是其盈利能力却很弱。查理·芒格认为，他的这种说法很有可能对凯洛格（Kellogg）的利润率产生负面影响。

巴菲特找到的最能说明经济特许权的简单例子就是河流之上的收费桥梁（它附近再没有其他桥梁）。有趣的是，巴菲特曾经拥有过这样的公司。他是蓝筹印花（Blue Chip Stamps）的大股东[①]。1977年，该公司购买了底特律国际桥梁公司（Detroit International Bridge Co.）24.9% 的股份。底特律国际桥梁公司拥有横跨底特律河的大使桥的管理特许权。这座桥连接了美国的底特律市和加拿大的温莎市，是美国唯一一座属于私人股东的收费桥梁，盈利丰厚。1976 年，经济特许权所有者可以从每 1 美元的收入中获得 31 美分的净利润。查理·芒格想不出还有比投资这座桥更安全的投资。

巴菲特和芒格试图全面控制底特律国际桥梁公司。1977 年，他们发起了要约收购，以每股 20 美元的价格买下了该公司的全部股票。他们败给了密歇根的一家运输公司，这家公司已经在该股上积累了一定的头寸。

① 现在巴菲特拥有这家公司。我们将在第 6 章更详细地讨论蓝筹印花。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特和芒格以每股24美元的价格出售了这只股票并且获得了丰厚的收益。接着，商业环境发生了变化，底特律国际桥梁公司无法再提高收费。加拿大政府既不想要收费价格上涨，也不希望经济特许权利润减少。像这样的附近没有其他桥梁竞争的收费桥梁很少见。即使像这样的公司存在，它也会受到管制，而且如今，监管者也不会允许倾向于公司有30%的净利润率。

巴菲特又打了另一个比方来解释经济特许权的概念：一座有护城河的城堡。（将公司比作城堡，护城河是这家公司拥有的竞争优势）。城堡的主人希望护城河不断被加宽。巴菲特为他的经理人写道："我们一直在努力加宽护城河，从而保护我们的公司不受外来部落的侵略。"要是护城河里有食人鱼或者其他危险的鱼类，那就更好了。如何围绕城堡构建护城河呢？一个办法就是通过一定的规模经济。芒格解释说："对某些公司来说，所有事情的本质就是要让公司拥有像瀑布一样势不可挡的规模，让胜者拿走所有利润。规模经济非常有益，例如当杰克·韦尔奇到了通用电气公司，他只是说'我们要么会在所有领域都做第一或第二，要么就会出局'。"

巴菲特认为，因为规模经济而在城堡外建起护城河的行业有连锁超市和报业。1987年，巴菲特对此发表评价说，在这些行业中，支配商业环境的经济规律就是"强者生存"。我认为这是另一个版本的"胜者为王"。在零售业，"强者"无疑是美国最大的连锁超市——沃尔玛，伯克希尔是它的股东，芒格在其一次演讲中把它列为一家一流的公司。我们将在本章的下一小节和第3章中讨论报业。

遵循强者生存的规律，巴菲特投资了家具分销业。他收购了几家独立商店，它们都是当地市场的领军企业。1999年，巴菲特说，伯克希尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的每个家具店都是当地的第一名，它们在马萨诸塞州、新罕布什尔州、得克萨斯州、内布拉斯加州、犹他州和爱达荷州的家具销售量都超过当地其他的家具店。

经济特许权不一定都来自于规模经济，强者生存的法则也不适用于所有行业。芒格举了这样一个例子。一本旅行杂志的目标读者范围非常窄，比如如果只是面向那些想员工安排旅行的企业管理者，这本杂志也许会比一本普通的旅行杂志更适合。这就是一个需求相对较小的利基市场的例子，这个市场只需要一个或者几个参与者。

巴菲特还发现，那些具有竞争优势的公司看起来往往具有某些特征，这些竞争优势又使它们拥有了经济特许权的地位。它们拥有大量的持久商誉，且使用最少的有形资产。除了上面提到的芒格所举的旅行杂志的例子，拥有这种竞争优势的公司还有吉列和可口可乐。巴菲特曾说，他认为这两家公司拥有世界上最强的经济特许权。[①] 当时，他是这两家公司的股东，他现在仍然是可口可乐的股东，但是当 2005 年吉列被宝洁公司收购后，巴菲特将他在吉列的股份转换成了宝洁的股份。

1995 年，巴菲特说，在数量方面，吉列占世界剃须刀市场 200 亿个剃须刀的 30%；在价值方面，吉列占市场的 60%，在某些国家（斯堪的纳维亚和墨西哥）甚至占到 90%。他这样描述吉列的竞争优势："只要剃须就离不开一样东西，现在你发现一家锐意创新的剃须刀公司，它一直在开发更好的产品，而且拥有强大的销售能力，每年只要花 20 美元，你就会拥有非常棒的剃须体验。现在，男人们都不愿意更换其他产品。"我们将在下文中讨论可口可乐。

① 巴菲特还把箭牌（Wrigley）列入了经济特许权名单。2013 年，可口可乐品牌在最有价值品牌排行中名列第三，仅次于苹果和谷歌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一个因为拥有持久商誉而拥有经济特许权地位的例子是好时（Hershey's）。它的经济特许权表现为，当你走进一家商店去买巧克力，如果商店里没有好时这个品牌，你就会去街对面的商店寻找，而不会接受第一家商店经理的推荐而购买一块无名的巧克力。巴菲特还提起了奥利奥饼干、杰利奥（Jell-O）果冻、Kool-Aid 饮料和时思糖果，它们与好时类似，常常被作为情人节礼物。

测试经济特许权的一种方法就是看一个聪明的有钱人想要用钱做些什么。如果你给我 10 亿美元，又给我全美最优秀的 50 位经理人，我肯定会打败商界和新闻界。如果你说"去把《华尔街日报》拆分"，我会把 10 亿美元还给你，尽管我不太愿意这么做。

现在，如果你给我等额的钱让我去降低奥马哈国家银行（Omaha National Bank）或者奥巴马哈主要的百货商店的利润率或者改变其市场地位，我能够给它们制造一些麻烦，尽管我可能不会在这个过程中为你做很多。对一家公司的真正考验是看竞争者可以给它造成多少危害，即使这个竞争者对回报一无所知。

巴菲特的经济特许权测试是一种非常有用的工具，不过要让经济特许权不再赚钱，也没必要让它受到竞争者的攻击。让我们记住巴菲特的观点，他认为真正的经济特许权是不会被糟糕的管理破坏的，就像我们在本节开始讲到的那样。那么，什么会破坏经济特许权呢？是宏观环境的改变？还是糟糕的管理加上宏观条件的恶化？从这个角度看，可口可乐公司的发展特别有趣。1991 年，巴菲特告诉我们，可口可乐公司将其产品销售到了 150 个国家，而且每个国家的消费量每年都在增加。1904 年或者 1906 年，坎德勒家族从彭伯顿家族的手中购买了可口可乐公司，如果从那时起，坎德勒家族每卖一杯可口可乐就向彭伯顿家族支付 1 美分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的特许费，那么现在每年的特许费会有 20 亿美元，但这个数额不会对可口可乐公司的净利润产生影响。在巴菲特看来，1993 年，可口可乐股价的快速增长比经济特许权更强劲。要想瓦解这个品牌，即使有再多钱也无济于事。曾有投资人说："如果你给我 1 000 亿美元让我去夺走可口可乐在全球软饮料市场的领导地位，我会把钱还给你并且告诉你，我做不到。"然而在 20 世纪 60 年代和 70 年代，可口可乐公司的运营状态并不好。从 1960 年至 1980 年，其股价几乎没什么变化。分析师常常引用可口可乐公司对墨西哥虾类养殖业进行的投资作为管理不善和缺乏战略性思考的例子。这种状况直到 1980 年罗伯特·戈伊苏埃塔（Roberto Goizueta）担任了可口可乐 CEO 和董事长后才得到了改观。事实证明，他是一位卓有成效的管理者，在他任职期间（直到 1997 年），公司市值从 40 亿美元增长至 1 500 亿美元。

巴菲特在两个时期积累了可口可乐公司的股份。大部分股份于 1988 年至 1989 年获得，其余的则是于 1994 年获得。股份的总成本基数大约为 13 亿美元，其中大约 10 亿美元是 1988 年至 1989 年投资的。直到 1998 年 4 月，股价都上涨得很快。1998 年底，伯克希尔持有的可口可乐股份价值 134 亿美元。从那以后，可口可乐公司的情况就不是特别好了。

1997 年，罗伯特·戈伊苏埃塔去世，道格拉斯·伊万斯特（Douglas Ivester）接任，公司状况开始变差。由于市场饱和以及消费者转而青睐矿泉水，可口可乐的销售额在很多市场开始下滑。在欧洲，因为质量问题，大量产品不得不被召回。伊万斯特也没能成功收购法国品牌 Orangina（一款类似于芬达的饮料）。在美国，可口可乐公司因被指控有种族歧视的嫌疑而成为了被调查的目标。利润的减少导致公司需要辞退大约 6 000 名员工。公司又在俄罗斯、印度和越南发生了资本冲销。《财富》（*Fortune*）杂志

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曾经发表过一篇关于这位CEO的深度文章，并且把公司的问题归咎于他。1999年，巴菲特迫使伊万斯特辞职（我们将在第8章详细讨论他的辞职）。尽管如此，伊万斯特的辞职并没有使情况得到缓解，直到2005年，公司的股价一直在下跌（2004年，公司被发现篡改账目，于是股价下跌）。2015年2月的数据显示，伯克希尔所持可口可乐股份的价值还没有恢复到1998年的高点，如果把分股带来的股价调整也考虑在内的话。

尽管公司近期的表现情况欠佳，一些资产管理人仍然对可口可乐公司赞许有加——也许只是因为巴菲特投资了它。2009年，当以下观点被提出来的时候，该公司股票已经连续下跌11年了。

可口可乐从高转换成本的优势中获益。可口可乐喝得越多，你的习惯就越难改变……我想象不出有谁会放弃可口可乐而去喝别的品牌的饮料，或者只是为了每罐省一毛钱。如果你在国外旅行，我敢打赌你肯定会买可口可乐，而不是当地的品牌。可口可乐有一条惊人的护城河，这条护城河很可能会在相当长的时间内保持规模。

近些年，可口可乐公司也面临着巨大的挑战。单从地理的角度看，其扩张已经达到了极限。没有被开拓的市场已经很少了。全球人口会持续增长，但是公众的食品安全意识正在提升，政府可以实施监管行动，即便是在新兴市场中[①]。这促使可口可乐公司积极地融入本土的饮品市场，并供应在当地受欢迎的传统饮料（比如在俄罗斯供应格瓦斯[②]）或者调味

① 烟草公司在发达国家急剧衰落后，却在发展中国家成长迅速，因为发展中国家缺乏健康文化和政府管制。可口可乐绝不是烟草公司，但是与食物加工相关的健康问题仍然存在。公众越来越了解医疗现实，这对可口可乐公司有一定的影响。政府也开展了反对垃圾食品的行动。当然，可口可乐已经生产出了添加人工增甜剂的零卡路里产品，但潮流趋势也可能不接受这些产品，如果它尚未这样做的话。

② 通过发酵黑麦和其他谷物生产的一种传统的非酒精饮料。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水和矿泉水。该公司会组合销售当地的饮料、调味水和果汁，但这与在每个地区销售同一种高认知度的产品相比是一种十分不同的业务。[①]最后，气候变化也给瓶装水供应和农业资源带来压力。如果全球或某个地区出现饮用水短缺，那么我们就有可能喝不到碳酸饮料或者调味水，或者喝碳酸饮料或者调味水会被认为是一种不道德的行为，尽管这种可能性很小。可口可乐公司已经开始用水净化技术来应对这种趋势，因此这也无法保证可口可乐公司能够继续增长或者维持现有的客户群。[②]

鉴于此，再结合烟草业已经发生的变化，回想一下巴菲特在 1993 年对万宝路的评论是件有意思的事。1993 年，一包万宝路香烟的价格是 2 美元，是普通香烟的两倍。那些每天吸两包万宝路香烟的人，每年要为此花费 500 美元。消费者肯定认为这款产品比别的好很多才会愿意多掏钱。为了与普通香烟的生产者竞争，1993 年，万宝路的所有者菲利普·莫里斯（Philip Morris）公司决定降价。结果，公司市值下降了 160 亿美元。巴菲特解释说，吉列在与普通产品竞争时比万宝路受到了更好的保护，因为为了避免不舒服的体验而使用吉列剃须刀，消费者每年只需比买最便宜的剃须刀多花 11 美元。当整个烟草业因健康原因受到排斥时，万宝路因普通产品的冲击而蒙受了损失。

容易受到普通产品的竞争说明了知名品牌与经济特许权之间的区别。我们之前已经谈到了这种区别的意义。比如，知名品牌可以通过广告让人们记住它，或者通过之后的公关活动保持它在人们心中的地位，而经济特许权则要求有更牢固的基础。塞斯·卡拉曼在其著作《安全边际》

① 比如，可口可乐公司会与雀巢公司成为竞争对手。我们要记住，强大的沃尔玛发现，与欧洲超市竞争一点儿也不容易。

② 巴菲特和芒格在做出投资决策时并没有考虑气候变化可能会带来的影响。芒格说，那些自称他们完全清楚气候会如何变化的人是在“信口开河”。当然，目前，人们尚不能确定对气候变化问题达成的共识正确与否。科技也许可以帮助我们应对气候变化问题的挑战，这并非不可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一书中列出了一些在20世纪80年代被认为拥有强劲经济特许权的公司，但最终，它们都只是成为了昙花一现的投资风尚而已。他列举了Silk Greenhouse（一家销售绢花的商店，经营8年后于1990年倒闭）、TCBY（一家销售冻酸奶的连锁店，创立于1981年，1984年上市，其股价在20世纪80年代末达到顶峰，但是却在20世纪90年代初出现危机）、一些航空公司（比如东方航空[①]、泛美航空、达美航空和环球航空，前两家航空公司于1991年解散，第三家于1990年申请破产保护，最后一家分别于1991年和1995年申请破产，这些公司在20世纪80年代中期都因政府放松了对航空业的管制而出现了亏损）、疯狂艾迪（Crazy Eddie，一家专门销售电话的电子产品零售商，创立于1971年，1989年倒闭时受到大众关注）、B. Altman（纽约第五大道上的一家百货商店，创立于1865年，1987年被澳大利亚投资者购买，他们试图把经济特许权推广至全美，商店于1989年倒闭）、新英格兰银行（1991年被联邦存款保险公司接管）、家庭购物网（创立于1982年的家庭购物电视网络，1988年，它的股价从47美元跌至3.50美元）作为例子。卡拉曼还提到了柯达公司和美国运通公司[②]的经济特许权，它们的经济特许权都不是很长久，也不是特别有活力——竞争对手或者新技术严重入侵了他们的业务或者毁灭了它们。柯达于2012年申请破产。

2004年，巴菲特用微软和eBay作为被护城河包围的城堡的例子。

2014年，巴菲特承认时思糖果的利润在过去几年中一直没有增长。他认为是因为盒装巧克力市场没有增长，时思无法扩大市场规模。公司想努力走出美国西部市场，却没能成功。

① 不是中国东方航空公司。——译者注
② 伯克希尔持有美国运通公司的股份。巴菲特认为他会永远持有这些股份。我们将在后面讨论这家公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要去寻找一项坚不可摧的经济特许权——如果它真的存在的话，这只是第一步。即使优秀的公司也会有经营状况不佳的时期。可口可乐公司就是这样。分析师也发现，巴菲特在投资那些业已确定的经济特许权时也会出现闪失。有人说，尽管巴菲特从没有提及过，但是他对吉尼斯（Guinness）的投资遭受了约 15% 的损失，这家公司可拥有世界上最著名的品牌之一。

可持续竞争优势在原则上是否存在（以及是否可以找到一家具有印钞机功能的公司）？这个问题引起了投资者和经济学家的思索。罗伯特·威金斯（Robert Wiggins）和蒂莫西·鲁埃里（Timothy Ruefli）发表了题为《可持续竞争优势：时间动态与卓越经济表现的发生和持续》（*Sustained Competitive Advantage：Temporal Dynamics and the Incidence and Persistence of Superior Economic Performance*）的文章，他们认为，这种竞争优势是可能存在的。他们研究了来自 42 个行业的 6 772 家公司的财务情况，时间跨越 25 年——从 1972 年至 1997 年。他们选择了两个衡量成功的标准：一个是会计层面的［资产收益率（ROA）］，一个是市场层面的（托宾 Q 值，即公司股票的市场价值与其资产的重置成本的比值）。他们将卓越的经济表现定义为在 5 年内明显高于平均水平（相对于行业水平或参考值）；将持续卓越的经济表现定义为在连续 6 年或连续两个 5 年滚动期（10 年）的时间窗内有卓越的经济表现。

在他们的研究中，如果用托宾 Q 值衡量，四个行业中至少有一家公司在 20 个时间窗中的 16 个或者在 20 年中有持续卓越的经济表现。这四家公司分别是 Tambrands（纸业）、CCH（期刊出版）、沃辛顿工业公司（Worthington Industries，钢制品和鼓风炉）和 Food Lion（杂货店）。除了 Tambrands 于 1997 年被宝洁公司收购以外，其他三家公司仍在独立运营。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果用资产收益率作为衡量标准，这样的行业和公司会更多——40个行业中有18个行业以及32家公司。就我所知，巴菲特并没有投资这些公司中的任何一家。不过，他们只研究了独立公司，而巴菲特通常买下整家公司并合并股票，所以巴菲特收购的资产并不在他们的研究范围内。

在10年间，如果用资产收益率作为衡量标准，有5.17%的研究样本有持续卓越的经济表现，每个行业中都有这样的公司；若有用托宾Q值作为衡量标准，2.16%的研究对象有持续卓越的经济表现，这些公司分布在35个行业中。5个没有被涉及的行业包括航空业（巴菲特不看好该行业的经济状况）和广播公司（巴菲特已经投资了）。当然，这些研究结果是不准确的，因为最好的公司常常被收购了。尽管如此，持续卓越的经济表现是否存在仍然值得探讨。因为如果事后基本找不到这样的公司，那可能意味着想要在事前发现它们几乎是不可能的。

我们已经尝试着定义了经济特许权，还讨论了它是如何形成的以及什么可能会削弱它。我们还看了一些经济学家提供的证据，他们对这种东西是否存在或者只是投资者一厢情愿的想象进行了论证。

现在我们来看看已经被巴菲特收购的NetJets，这是一个有趣的关于有护城河的城堡的例子。公司于1984年由里奇·圣图利（Rich Santulli）创立，1998年卖给了巴菲特。直到20世纪90年代中期，它都是独一无二的——圣图利提出了私人航空旅行的分时共享概念。罗伯特·迈尔斯回顾了里奇·圣图利和NetJets的成长史。NetJets的护城河似乎很宽：几乎没有人能买到新的商务飞机，因为排队等着买的人已经等了好几年（NetJets已经购买了大部分有合适运载量的飞机）；其他公司无法将那些有6 000小时飞行经验的飞行员纳入旗下——6 000小时是基本的资格要求；该公司有很好的客户群，包括高盛集团的合作伙伴和客户（圣图利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以前在高盛工作过）以及伯克希尔哈撒韦的很多大股东，比如巴菲特；NetJets 可以提供各种飞机，因为它不隶属于任何一家生产商。机队规模大降低了提供服务的运营成本，并带来了更高品质的服务。因为飞机数量多会减少飞机飞行的平均距离，降低空机飞行的耗油量，缩短乘客的乘机时间。

NetJets 的模式考虑到了相对低的资本密集度。尽管可能会租用飞机，客户中有很多人都愿意拥有飞机的股份，机队中有相当一部分的飞机为公司客户所有。NetJets 从生产商那里买来飞机，然后把这些飞机的部分股份加价卖给他们的客户。这个方法为公司在股东股权方面获得好的回报提供了一种途径，即使在营业毛利相对较低的情况下，因为在低营业利润率的情况下实现高资本收益率是可能的。

尽管 NetJets 的问世说明这种想法有盈利的潜力，但第一个竞争者在 1995 年才出现——那时，NetJets 已经经营了 11 年。Jet Solutions 是加拿大飞机生产商庞巴迪（Bombardier）和美国航空公司（American Airlines）生产包机的子公司的合资公司。1995 年，庞巴迪成立了子公司 Flexjet。后来，有更多的竞争者，比如 Raytheon Travel Air、Flight Options 和 Avolar（美联航的子公司）分别于 1997 年、1998 年和 2001 年进入了市场。这些公司的出现时间刚好与股市泡沫的出现时间重合。

20 世纪 90 年代末，巴菲特仍然对 NetJets 的竞争优势极为有信心——它的护城河在加宽，它延续着商业成功。1998 年，他发表评论说 NetJets 运营得非常好，而且管理团队非常得力。他认为公司遥遥领先于它的竞争者们，而且随着时间的推移，这种领先优势只会继续扩大。在巴菲特看来，拥有飞机数量最多的公司能够提供最好的服务并保持领先地位。在 2001 年的股东大会上，他又说竞争者是不可能追赶上 NetJets 的。查

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理·芒格谈到了美国联合航空公司（United Airlines，美联航）的飞行员文化并不适合散客喷气机业务和美联航高成本结构。他认为 NetJets 的这家竞争者没有合理的理由继续留在这个行业中。

事实证明巴菲特和芒格是对的。2002 年，美联航因为没能募集到足够的资本而关闭了散客喷气机业务，当时这项业务开展了才不到一年。2002 年 3 月 22 日，美联航发表了一份声明，声明中说经济减速和“9·11”事件之后的需求下降使分时共享企业无利可图。需求减少可能不仅仅是因为“9·11”事件之后公众情绪的变化，还有可能是因为 20 世纪 90 年代后期泡沫的破灭所导致的证券市场崩溃。同年，Raytheon Travel Air 与 Flight Options 合并，另一位竞争者 Jet Options 也宣布终止了向欧洲扩张的计划。[①]

在一个新兴的且成长迅速的行业中，所有公司都有可能获得成功。当成长稍差一些的公司遇到危机时，这可能意味着行业领导者也正在经历困境。在某些时点，分析师们开始注意到 NetJets 的运营状况似乎在转差，它的商业模式不再像过去那样完美。2008 年，瓦罕·简吉恩（Vahan Janjigian）注意到不归属于飞机生产商对该公司不利，使用同一家生产商的飞机会使训练飞行员的工作变得相对容易，并且有助于控制服务交付成本。另一个问题在于需求的内在不稳定性——需求会在周五晚上和周一早上达到峰值，这使得公司在一周的其他时间中存在产能过剩的情况。此外，“无论客户在美国的任何地点，一旦提出需求，公司保证在 4 小时内提供服务”的这种服务承诺导致飞机空载着来回穿梭，从而造成了高额费用。

① Jet Solutions、Flight Options、Flexjet 现在还在运营。2013 年，庞巴迪离开了分时共享航空市场，将 Flexjet 出售给 Flight Options 的母公司，将手中的 Jet Solutions 的股份卖给了 Jet Solutions 的其他股东。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2005 年，当行业进入快速扩张期时，该公司却因飞机以及需要从其他公司转租飞机而亏损了 8 000 万美元。[①] 公司没能成功进入欧洲市场，因为成本比预期的高太多。该公司不仅在 2005 年出现了亏损，而且 2001 年至 2003 年都是亏损，当时在欧洲市场也遭受了亏损。在进入欧洲市场的起初 5 年（2000 年至 2004 年），NetJets 只积累了 80 个客户。独立分析师发现，公司在欧洲面临的问题是大部分当地机场会在夜间关闭，还有就是不允许乘客迟到，因为起降位置都需要提前确认。尽管如此，客户数量还是出现了增长，2005 年至 2006 年间，客户增长至 589 个。

巴菲特在 2007 年致股东的信中承认，在伯克希尔收购 NetJets 之后的 10 年里，NetJets 总体处于亏损状态，亏损总额达到 2.14 亿美元。2008 年，他没有评价 NetJets 的业绩。2009 年，他在报告中说，在 NetJets 属于伯克希尔的 11 年中，其税前亏损总额为 1.57 亿美元，这个亏损比本应有的亏损低，因为公司的借款成本已经因为从伯克希尔获得了几乎免息的贷款而减少了。单是 2009 年，亏损就达到了创纪录的 7.11 亿美元。需求的骤减引发了后来的亏损，因为近期的金融危机使人们对彰显其地位的商品和服务（在伯希尔拥有公司公司期间，直至 2009 年）的兴趣下降了。NetJets 的债务负担最高达到了 19 亿美元。最后巴菲特承认，要不是伯克希尔资金雄厚，NetJets 已经破产了。

2009 年，NetJets 更换了 CEO。事实上，巴菲特很少进行这样的管理层变更。新总裁大卫・索科尔（David Sokol）在很短的时间内就减少了负债负担[②]并带领公司重新盈利。2010 年，公司利润达到 2.07 亿美元；2011

---

① 简吉恩也提到过因购买飞机带来的大量资本支出。重要的是我们要记住，作为部分所有权的结果，机群应该以加速度为自己赚到足以支付购买费用的钱。正如前面所讨论过的，大多数飞机为客户所有。原则上，这种产权结构可以减少资本使用，因为公司能够收取客户更多的钱，就好像“批发”飞机再“零售”它们一样。

② 我无法找到有关如何实现这个债务减少的相关信息，但我几乎肯定公司没有披露。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年，公司利润为2.27亿美元。巴菲特提到公司时又开始提及护城河的概念，他认为可以通过向中国扩张的方式拓宽护城河。2012年，NetJets公布了民营航空史上最大的一笔飞机订单——425架飞机，这需要公司花费96亿美元。

NetJets的故事说明，要精确地确定“护城河”的本质并不特别容易。如果公司通过获取全部资源供应而使潜在竞争者无法发展，那么某些因素，比如缺少新飞机或训练有素的飞机员，可能会增加护城河的深度和宽度。如果考虑到准入障碍，飞机制造就无异于垄断行业，所以可能很难增加这种资源的供应。另外，如果供应资源的行业的情况发生了变化，那么由资源相关因素产生的修建“护城河”的影响就可能会是暂时的。更多的飞行员和更多的飞机会因各种原因出现，尽管这需要好几年时间。通过有效运营而修建起的那部分“护城河”也可能是暂时的。管理运营成本也许不都那么简单[①]，即使购买飞机的资金成本会被成功地转移给客户。当然，人们对“城堡”类的产品也要有需求，否则最坚不可摧的“护城河”也将是无效的。在NetJets的案例中，需求是建立在特定和有限的社会群体的习惯和喜好的基础上的。如果这些人的喜好变了，那公司可能就会受到不利影响。例如，皮草业曾因动物保护组织而经历了下滑期，直到在新兴市场重新出现了需求。假设环境保护组织改变了民用航空的思维方式，那么全球范围内的需求都可能出现下滑。[②]更普遍地说，有了“护城河”也许就像人们是在有着非常特殊需求的利基市场中工作，在这个市场中，人们很难对抗复杂的准入逻辑，而且一旦一个或几个参与者占据了这个市场，他们就能够满足所有的需求，所以对其他竞争者

① 原则上，一般情况是机群越大越好。因为无论何种地理和需求情况，都会有一个关于航班的最优数量值，这个值可以在实现最优质服务的同时将运营成本降到最低。

② 这种可能性并不大。此外，技术的发展可能将会让航空业变成环境友好型行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来说，这个市场就不值得尝试进入了。还有，“护城河”可以在整个行业遭受损失之时帮助某家公司减少损失。NetJets 的故事强调了有护城河的城堡也有可能会遭遇风险，它可能会成为变化的经济环境的受害者，比如当城堡的快速扩张受到严重的危机削弱时。

报业的经济特许权

报业正不断地从眼球争霸战中败下阵来。

沃伦·巴菲特

自 1987 年巴菲特谈到“强者生存”以来，互联网时代的兴起已经极大地改变了报业的经济环境。这个行业可能曾被人们认为是基本面良好的行业，但因为技术变革，近些年来，行业出现了深层次的结构性变化，而这种变化的结果如何尚待观察。这再一次证明了竞争优势是转瞬即逝的。即使这样，巴菲特仍选择扩大了他当时在新闻出版业上的投资（他在近期致股东们的信中对他的行为作出了解释），他进军报业的故事很有趣。我们从巴菲特早年在这个行业中进行的收购讲起，那时报业还处于其原始形态，与报纸刚出现时差不多。明确的经济特许权刚刚出现。

巴菲特对报纸印刷业进行的第一笔投资可能是 1969 年收购的《奥马哈太阳报》（*Omaha Sun*），这份报纸在奥马哈地区每周出版一期。不过，因自身提价而造成的发行量急剧下降使这笔投资最后以失败告终。《奥马哈太阳报》的结局有些悲惨，直到 1980 年巴菲特才把它卖给了芝加哥的一位发行商布鲁斯·萨根（Bruce Sagan）。1983 年，这份报纸宣布停刊。所以另一份报纸《奥马哈世界先驱报》（*the Omaha World-Herald*）成了奥马哈当地唯一的地方报，并于 2011 年被巴菲特收购。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资《奥马哈太阳报》失败后，巴菲特开始深入研究报纸印刷业和传媒公司的经济状况。他得出了这样一个结论：在一些地区，如果一份报纸排名第二，那么它几乎注定会倒闭。很多报纸发行商都认为多份报纸可以在一个大城市中共存，但在现实中，这种观点是不正确的。在写给他同事的一封信中，巴菲特振振有词地说，20 世纪初，在发行日报的大约 1 200 个城市中，几乎 60% 的城市有两份或者更多的报纸。而到了 20 世纪 70 年代，发行日报的大约 1 500 个城市中，仅有 2.5% 的城市有两份或者更多的报纸。那些在各自市场中被视为居于次等位置的报纸的经营者们已然意识到，因位居第二导致的持续亏损是无法用注资和勤奋管理来扭转的。认识到这一点让他们乐观了一些，他们只需要找到一份已经是或者能够成为其所在市场上唯一的报纸就可以了。这个寻找最强者的目标很快就实现了，1977 年，巴菲特收购了《布法罗晚报》(*Buffalo Evening News*)。

当巴菲特买下《布法罗晚报》后，当地市场还有另外一份报纸——《水牛城快报》(*Buffalo Courier-Express*)。前者在平日发行量较大，而后者有周日版，因为周日版常会刊登更多的广告，如百货商场的促销信息等，因此很多读者仅订阅了周日版。在收购了《布法罗晚报》后，由巴菲特任命的管理者也为该报引入了周日版。在促销期，他们更是把周日版的售价定在了 30 美分，而竞争者的周日版价格为 50 美分。于是，有段时间，两份报纸公开打起了价格战，他们都知道最终两者中只有一份能存活下来。在当地经济的不景气时期，两份报纸都在价格战中损失惨重，然而巴菲特口袋中的资金比《水牛城快报》老板的更加充裕，可以及时弥补《布法罗晚报》的亏损，这就使其能够在价格战中坚持更长的时间，因此《布法罗晚报》在巴菲特的支持下逐渐占了上风。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，巴菲特的竞争者关闭了其报社。拿到了当地的垄断位置后，巴菲特提高了广告费，借此收回了他在此前大约七年间投入的资金，尽管起初他损失严重。20 世纪 90 年代末进行的独立估算显示，巴菲特对《布法罗晚报》的投资获得了巨大回报，几乎是个天文数字：年回报率 90% 左右（以最初的收购价为估算标准，况且还要考虑通货膨胀带来的影响）。从此，对《布法罗晚报》的收购成为了巴菲特获利最多的收购项目之一。

我们或许可以从收购《布法罗晚报》的故事中看到另一个明显的因素。虽然一些从未公开也未经证实的信息显示，由于之前两份报纸的所有者在关于市场划分的问题上有一份非正式协议，因此在巴菲特收购《布法罗晚报》前，该报始终没有发行周日版。如果真是这样的话，两份报纸的原所有者可能会对违背协议而感觉不舒服。而巴菲特没有顾及他们的感受。巴菲特眼中的公司价值可能高于公司所有者眼中该公司的价值。交易双方可以达成一个令双方都满意的销售价格。出售该报可能是一个重组公司、放弃不盈利业务的过程。

当与好友凯瑟琳・格雷厄姆（Katharine Graham）谈到如何应对她在当地市场的直接竞争对手——《华盛顿星报》（*Washington Star*）时，巴菲特推荐了类似的战略。凯瑟琳・格雷厄姆是《华盛顿邮报》（*Washington Post*）的所有者，与巴菲特的恩师本杰明・格雷厄姆同姓。《华盛顿星报》曾属于时代公司（Time Inc.），在与邮报的竞争中，它的市场份额不断下降，20 世纪 70 年代末，邮报已经掌控了近 2/3 的市场。《华盛顿星报》提议，双方可以签订一份协议，这样既能降低成本，又能让两份报纸都保持稳定经营。这份协议约定两份报纸应该保持一定的比例的市场份额和因此获得的利润。在巴菲特的建议下，凯瑟琳对星报提出了苛刻的还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价，遭到了星报的拒绝。不久之后，《华盛顿星报》停业，给邮报带来了一笔意外收获。

凯瑟琳·格雷厄姆的文笔有时与巴菲特有些相似。在她后来出版的回忆录中，她不仅谈到了《华盛顿星报》未能存活下来的原因，还详细地解释了胜者为王的理念。《华盛顿星报》的管理没有问题，公司也不缺资金，相反，其管理水平一流，资金流也非常充裕。她说，美国社会的变革，比如电视新闻的成长、人口从城市中心向城郊的迁移以及影响下午上门投递报纸的城市问题，都在促进晨报发展的同时削弱了表现一直强劲的下午报和晚报。经济原因可能是这些原因中最重要的。由于报纸价格上涨，特别是劳动力和印刷费上涨，报纸提价，这就迫使广告商家必须在两份报纸中做出选择，而不是像之前一样，将广告费投向不同的报纸。而当某份报纸有了行业主导权时就会产生滚雪球效应：广告商们意识到，报纸越有名气，上面的广告就会被越多人看到，所以他们会为了降低成本而不在那些没有名气的报纸上刊登广告。一旦出现这种情况，那些不那么有名气的报纸无论如何自救都无济于事。这也正是《华盛顿星报》遇到的事情。

虽然巴菲特早年的收购让我们见证了胜者为王的过程，但其对华盛顿邮报公司的投资却凸显了强者可能会屈服于影响行业的科技变革。

华盛顿邮报公司于 1971 年进行了首次公开募股（IPO）。早在 1973 年，巴菲特就开始在其股价低迷期大量购入了该公司的股票，很快他就积累了大量股份，大约相当于该股 12% 的流通股，价值 1 060 万美元。公司主要的媒体资产有《华盛顿邮报》和《新闻周刊》（*Newsweek*）。公司还拥有五个广播电台电视台、印刷厂以及一些其他产业，如在加拿大的林场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们来研究一下华盛顿邮报公司的媒体业务。亚当·史密斯（Adam Smith）是美国著名新闻记者乔治·古德曼（George Goodman）的笔名。他指出，无论是在1971年6月的IPO中，还是接下来的几年中，市场都没有发现华盛顿邮报公司的价值所在。亚当·史密斯从他华尔街的朋友那里了解到，职业投资人似乎也并不了解华盛顿邮报公司的业务情况："他们没能看到它的价值，他们说大城市的报业已经陨落了，他们还说'卡车无法通过那些拥堵的街道，劳动力短缺问题严重，人们通过电视获取新闻资讯'。"市场给该公司很低的估值有其自己的原因。1971年，公司的营业额为8 500万美元，利润为400万美元，但在人们内心深处，《华盛顿邮报》仍是一份地方报纸。1972年，因刊登了揭露尼克松政府的窃听行为的相关文章，《华盛顿邮报》卷入了水门事件。在整个水门事件期间，公司承受着沉重的政治压力，被要求停止刊登有关丑闻的一切内容。公司在佛罗里达的两家广播电台还险些被吊销了营业执照。当时，自由媒体的日子并不好过。仅仅在不久之前，联邦地方法院发布了禁令，禁止《纽约时报》出版《五角大楼文件》（*Pentagon Papers*），因为这份文件中有与发动越战的决议有关的资料。可这些档案也被刊登在了《华盛顿邮报》上，致使该报纸卷入了与政府的一场法律诉讼[①]。紧接着在1973年，报纸的印刷工人们罢工，而1974年和1975年，公司又被另外两起大罢工搞得焦头烂额。

格雷厄姆的回忆录详细地描述了这些事件。该回忆录显示，在一个局外人看来，巴菲特对《华盛顿邮报》的投资看起来很冒险。在他入股后，由工会发动的那起长达数月的罢工很可能使公司走向破产。如果报纸连续几日不能发行，广告商可能会将广告转投给竞争者，而让他们回心转意会变得困难重重。罢工者破坏了印刷机，并且在办公室和印刷设

① 邮报最终在诉讼中获胜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

备的周围建起了围栏，禁止旁人入内；情绪最激动的是那些与记者在同一屋檐下工作的印刷工人。凯瑟琳·格雷厄姆不得不向没有工会组织的小印刷厂求助。印刷用的印版要通过直升飞机派送，直升飞机要在办公大楼的屋顶上起飞，而且其飞行许可还必须从白宫获得。在办公大楼里工作的记者日夜奋战。一旦有印刷机被修好，那些忠于职守并且接受过培训的人们就会立刻投入工作，而且每天要工作 15 个小时。最终，《华盛顿邮报》的所有者赢得了胜利。

根据一些消息来源称，在当时的对峙中，巴菲特始终相信这场冲突会被解决，他相信凯瑟琳·格雷厄姆有办法顶住压力并获得最终的胜利。

1984 年，巴菲特提到，虽然华盛顿邮报公司在 1973 年被以 8 000 万美元的价格出售，但他评估，该公司的资产，即其清算价值最少也有 4 亿美元，甚至还可能更高。1991 年，巴菲特再次表示，在他购买这家公司的股票时，该公司的“公允价值”在 4 亿 ~6 亿美元间。如果我们将华盛顿邮报公司作为一家持续经营的公司来分析的话，那么只有在模型假定公司抢夺竞争对手的生意及其市场份额和业务出现强劲增长的情况下，这种估值才有可能实现。1973 年，《华盛顿邮报》已经确定了其在华盛顿地区的龙头位置，它的广告数量占整个市场的 66%，每日发行量占整个市场的 57%，周日发行量则占整个市场的 67%。当时，它的竞争对手只剩下了《华盛顿星报》。而其在水门事件和五角大楼文件事件中扮演的角色使它的名声响彻全国。

一位名为迈克斯·奥尔森（Max Olson）的投资经理曾试图对 1973 年的华盛顿邮报公司重新进行估价。他找到了 1973 年所能找到的所有信息，完全没有考虑任何后来的信息。在他的模型中，他假设了一种较慢的收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入增长率（之后五年为 12%，再往后的五年降至 8%，最后保持在 4% 不变，虽然在 1971 年和 1972 年公司达到了 13% 的年增长率），并且假设净利润率的年增长率为两个百分点。奥尔松认为这是恰当的假设，因为它低于行业水平。这一计算导致该公司作为持续经营公司的估值达到了 3.8 亿美元。这个估值看上去有理有据，但如果公司不能妥善解决罢工问题的话，一切都是空谈。该股的股价在 2004 年达到了峰值。从当时的年报来看，2004 年底，巴菲特拥有 17 亿美元的股份。这意味着有 21 倍的增长，或每年有 18% 的增速，不包括该公司定期派发的股息。

在达到峰值后，股价开始下跌，2005 年年末，巴菲特的股份缩水至 14 亿美元，2008 年更是缩水至 6.78 亿美元。自 2009 年起，相对于伯克希尔的其他资产，这些股份的价值太低，巴菲特不再披露这些股份的价值了。但是，我们仍能通过股票的市场价格来估算这些股份的价值。尽管公司内部的问题增多，但股价直到 2012 年年底都比较平稳。从表 2—1 可以看出，华盛顿邮报公司出版分部的收入从 2007 年开始下滑，2008 年开始亏损，但也许是因为对格雷厄姆家族的忠诚，巴菲特没有抛售他的股份。

表 2—1　2005—2012 年华盛顿邮报公司报纸出版分部的收入和营业利润表

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
收入（百万美元）	957	962	890	801	679	676	623	582
收入年同比增长率	1%	0.5%	–7.5%	–10.0%	–15.2%	–0.4%	–7.8%	–6.6%
营业利润（百万美元）	125	36	66	–193	–164	–10	–21	–54

来源：华盛顿邮报公司，2005—2012 年。

在相当长的一段时间里，华盛顿邮报公司的亏损业务是由有一定盈利的卡普兰公司（Kaplan Company）补贴的，卡普兰公司是 1984 年被收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购的。这家公司开始是一家为考生提供考前辅导的公司，后来强势进入了营利性高等教育领域。然而，卡普兰公司内部也渐渐暴露出问题。华盛顿邮报公司在2010年开始出售自己的媒体资产。《新闻周刊》以1美元的象征性价格被售出，它的买家西德尼·哈曼（Sidney Harman）是位亿万富翁，承担了该公司4 000万美元的债务。据美国媒体稽核联盟（Alliance for Audited Media）的数据显示，《新闻周刊》在1991年达到330万的发行量峰值，后来遭受了纸媒普遍面临的许多问题，因为越来越多的读者转向从网络获取新闻。2011年，哈曼去世。2012年秋天，《新闻周刊》宣布会在当年年末停止发行印刷版。2013年8月，《新闻周刊》被数字媒体企业《国际财经时报》（*International Business Times*）以未公开的价格收购。

2013年8月，华盛顿邮报公司发布公告称，《华盛顿邮报》及旗下其他的一些报纸和资产被以2.5亿美元的价格出售，买主是一家名为纳什控股（Nash Holdings）的投资公司，它的老板是亚马逊公司的创始人杰夫·贝佐斯（Jeff Bezos），他雄厚的财力足以支持他买下这家公司。华盛顿邮报公司的大股东兼首席执行官唐·格雷厄姆（Don Graham）让贝佐斯相信，亚马逊首创的以科技驱动的配送服务可以给《华盛顿邮报》带来光明的前景。分析师们认为这个价格过高了。贝佐斯以大约17倍于2012年税息折旧及摊销前利润（EBITDA，2012年，EBITDA估值为1500万美元）的价格买入。而当时购买美国都市报纸的平均价格是3.5~4.5倍的EBITDA。贝佐斯很可能把邮报当成了一种炫耀性资产买入的。

尽管巴菲特仍在投资报业，但他放弃了此次收购。当被问及原因时，他开玩笑说，如果他为伯克希尔买下这家公司，就会给下任CEO留下一个烫手山芋：这是一家他或她可能并不想要的都市报业公司；若是自己买了，在他去世后会给他的三个孩子带来难题。2014年3月，华盛顿邮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报公司因为邮报被收购而更名，伯克希尔和格雷厄姆控股公司也分道扬镳。在这笔可以被称为现金充裕剥离（cash-rich split-off）的交易中，伯克希尔会以其持有的市场价值为 11 亿美元的格雷厄姆控股公司的股票[①]换取该控股公司的一些营运资产、一家位于迈阿密的电视台、格雷厄姆持有的伯克希尔公司的股份以及大约 3.28 亿美元现金。我们假设在交换过程中，巴菲特收到了价值约 11 亿美元的资产，即他所持股权的市场价值，这意味着他在 1973 年投资的 1 060 万美元的年回报率为 12%，不包括股息。重要的是，巴菲特可能因为一些非物质原因保留了他的股东席位，若非如此，他可能在更早的时候就退出投资了。

巴菲特在报业的远征并没有止步于此，我们会在第 3 章继续讨论他在这个行业进行的投资。目前所讲的故事表明，即使在“正确”的行业中寻找一流的投资目标也并非易事——可能不得不冒着巨大的风险与市场博弈，并且还要投资那些被罢工问题困扰的公司——在技术革新随时可能改变整个行业经济状况的年代，寻找到有持续竞争力优势的行业或者公司也相当困难。

寻找简单、易理解并且可预测的公司以及持保守态度投资

高难度的投资无法为你加分。

沃伦·巴菲特

对于要投资的公司，巴菲特有两个非常易于理解的要求：简单[②]，可

① 由于公司其他资产的表现，股票的市值已经恢复至 2008 年的水平了。

② 巴菲特在致股东的信中谈到了他对收购目标的要求。从 1982 年至 1989 年，他在“杂项”中他提到了一家公司必须“简单”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测的业绩。投资这样一家公司能反映出投资者的保守立场。巴菲特说，正是这样的保守主义在真正意义上将投资和投机区分开来。

“投资必须是理性的，如果你无法理解它，那就不要去做。”巴菲特给出这样的建议。他更喜欢有能力为犯下的错误做出解释。这意味着他只购买那些他能够彻底了解的产品。而了解一家公司的能力不仅与该公司的相对简单或复杂有关，还与投资者的经验及其理解任何特定公司的结构的能力[①]有关。而这是巴菲特另一个著名的投资原则——在自己的能力圈内投资。我们会在第 3 章详细讲述这个理念。

巴菲特表示，在购买和管理公司时，他的目标是遵循简单的原则。如果结业绩受到一个因素的影响，而这个因素有 90% 的概率会带来积极的影响，那么成功的概率就是 90%；如果业绩被十个因素牵制，并且每个因素都有 90% 的概率带来积极的影响，那么成功的概率也仅有 35%。因为链条的强度取决于其最脆弱的一环，所以寻找单链环链条更有意义——请原谅这里的矛盾说法。尽管在实际投资时，巴菲特投资于有不同程度的复杂性的公司，但这个框架可以作为一个有益的分析工具使用。

巴菲特还说到了另一个投资“简单”公司的动机。他或许开玩笑似的说自己只投资那些能够被“傻瓜”管理的公司，因为任何公司的管理层最终都将跌跌撞撞或者发现自己心有余而力不足。这些补充说明了我们在前面提到的巴菲特的管理理念。

巴菲特寻找那些他能预测到其在未来 10 年 ~20 年的发展情况的公司。这意味着这些公司在未来除了规模更大、更加国际化以外，其他方面或多或少会与现在类似。在未来 25 年 ~30 年可以良好运作的公司是他认定

① 衍生品不是一种简单的公司，但巴菲特大量使用衍生品。我们将在第 5 章和第 6 章中讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的优质公司。所以，巴菲特寻找的是业绩的可预测性。芒格帮助巴菲特完成了从购买价格便宜的公司到为优质公司支付更高价格的过渡，他推荐了另外一种判断公司是否值得投资的方法：假设你被困在一座荒岛上10年，你会投资哪一只股票？时任时思糖果公司CEO的布莱德·金斯特勒（Brad Kinstler）告诉巴菲特说，他曾经收到过一封一位百岁老人的来信，老人在信中对公司赞不绝口："这个世界变化得太快，但时思的味道却未曾改变。"

一家公司的可预测性是很重要的，原因有很多。首先，对具体一段时期的可预测性的要求与长期投资视野的理念相符会把投资者从关注无法预测的市场短期行为中解放出来。正如格雷厄姆所说，市场并不总是理性的，可能会低估资产的价值，但它迟早会为资产给出合理的估值。

其次，当公司业绩不可预测时，人们很容易做出失误的决策。巴菲特在1998年的伯克希尔股东大会上说道："如果有一些东西你很难预测，你应该忘了它，因为你没必要对每家公司都做出正确的判断。"

我们很难为那些无法预测未来发展的公司进行估值，因为可预测性和估值准确性是相关联的。正如巴菲特所说："对为了获得经济收益而购买的所有资产进行估值的准则，自公元前600年被伊索提出来后便不曾改变过。他的'一鸟在手，胜似二鸟在林'的投资理念一直影响至今。要应用这一原则，人们必须弄清楚以下三个问题：如何确定林中的确有鸟？鸟儿们什么时候出现以及有多少鸟？无风险利率是多少？如果可以回答这三个问题，那么投资者就能知道这片林子的最大价值以及应该最多用手中的多少只鸟来换取林子的价值。如果每一种金融资产都能被合理估值，它们都将会以某个价格被售出，这个价格反映了从现在开始直到世界末日，它们能拿到的所有现金（这些现金会根据同样的利率折

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现）。这不会有任何风险溢价，因为你已经知道了这份“债券”印着什么息票了……如果我无法预测，我就不会买，那么我会等待。”

正是这个可预测原则帮助巴菲特避免了对互联网公司进行投资。[①]一家必须应对高速发展的科技的公司不会参与对其长期经济状况的可靠估值。1993年，互联网股票尚未出现时，巴菲特就坚持这一观点。后来，当互联网股票发展到顶峰时期时，巴菲特建议商学院把为互联网公司进行估值放在期末考试中，并这样打分：如果学生给出估值，那么他就不及格。巴菲特并非指向互联网作为一个行业整体的发展前景，他只是觉得互联网公司都太年轻，在早期阶段还不可能判断它们中哪一些会成功，哪一些会失败。

成功的投资并不是要评估一个行业会对社会产生多大影响或者它会成长多少，而是要理解任何给定企业的竞争优势，并且正确评估那个优势的可持续性。正如巴菲特所说：“汽车工业改变了世界，但是很多汽车制造商成为了马路杀手。”赚钱和发现一个美妙的行业之间是有很大区别的。

重要的是，不仅要避免投资互联网企业，而且不要投资那些有可能会受互联网负面影响的企业。巴菲特拥有的大部分零售公司都专门经营那些很难在互联网上销售的产品。他拥有珠宝店和家具店，还有冰激凌咖啡连锁店冰雪皇后（Dairy Queen）。伯克希尔的一位股东说：“因为你无法从互联网上下载卡路里，所以技术领袖很难大量吃掉冰雪皇后的利润。”

---

① 20世纪60年代，巴菲特也错过了所谓“漂亮50”股票的暴涨——有创新型产品或营销策略的快速成长公司的股票——的繁荣。现在仍然知名的公司有宝丽来、IBM、施乐和雅芳。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果因为对未来的现金流的估算太分散而无法对一家公司的价值抱有坚定的信念，并且这种情况频繁出现在一家新公司中或者行业变化太快之时，那么对这家公司的任何投资必将被视为投机。“我们并不关注资产会产生什么，而是下一个伙伴会为之出什么价。投机既不违法和违背道德，也不是反美国的，但是我和查理不希望玩这个游戏。”巴菲特如是说。芒格也表达了相似的观点，他说西科国际有限公司（Wesco）——巴菲特投资组合中的一家公司，很长一段时间都是芒格在管理它——会继续试图通过显而易见的事实来盈利，而不是通过抓住深奥莫测的东西来盈利。巴菲特说：“值得庆幸的是，是像我们这样努力保持不愚蠢的人，而不是那些努力变聪明的人获得了很多长期优势。人们常说的‘淹死的往往是最会游泳的人’一定有他们的道理。”

在保守的投资策略中，从长期来看，复利能够帮助资本增长，就像巴菲特所说的：“复利就像从山顶往山下滚雪球。你可以从一个小雪球开始，如果它往山下滚的距离足够长……并且雪有点黏，最后你就会得到一个真正的大雪球。”



成功的投资需要找到有良好基础面的公司，或者最好找到一家拥有经济特许权的公司。另外，这家公司还要简单、易被理解、有可预测性，并且不依赖于快速变化的技术。同样非常重要的是，这家公司由优秀的管理团队经营（即使使用的是“傻瓜式”管理方法）。关键是，不仅要清楚一家优质公司是由什么构成以及如何为它估值，而且要坚持其他一些原则。我们将在第 3 章中探讨这些既能够指导投资者行为，而投资者又必须在投资过程中遵守的原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章

The Warren Buffett Philosophy of Investment:

How a Combination of Value Investing and Smart Acquisitions Drives Extraordinary Success

巴菲特的投资原则

空间不会创造机会，但头脑可以。

沃伦·巴菲特

投资不同于投机。保守主义是投资者保持正确心态的先决条件之一。这自然而然地意味着：投资者必须只在他熟知和了解的事情上行动，不能超越他的能力范围。保守主义也意味着投资者必须绝对避免投机，而且由于市场会延误为公司公允地估值的时间，但最终会这样做，所以投资者一定要有长期视野。在评估一家公司时，如果我们以其内在价值而不是市场估值为基准，那么这就意味着我们在独立做出判断，而非随波逐流。深入研究投资目标、投资量力而行、有长期投资视野和思想独立自主是巴菲特遵循并推荐给他人的四条行事原则。保守主义也暗指廉价地收购公司。这一理念或许是巴菲特所有原则中最重要的一条，然而他却很少提及。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

深入研究投资对象

无付出，不收获。

俗语

尽管巴菲特往往总能够很快出价，似乎他并未进行尽职调查，但在做出对一家公司的投资决策前，他会对该公司进行彻底的研究。卖家是看不到这种研究的。

众所周知，当巴菲特在哥伦比亚商学院读书时，他常常在图书馆花很长时间阅读旧报刊以还原历史。巴菲特回忆说："尽管不够全，但我会尽可能多地读 1929 年以来的所有报纸。我什么都读，不只读关于商业或者股市的报道。历史非常有趣，报纸上藏有各种历史：一个地点，一篇故事，甚至是广告等所有的内容。它会将你带入一个不同的世界，就好像目击者在给你讲故事，能让你真正感觉到自己活在那个时代。"

比尔·盖茨评论说："当巴菲特投资一家公司时，他喜欢尽可能地拿到其之前所有的年报并仔细阅读。"巴菲特的确总是尽可能地回到过去。比如在 1996 年，巴菲特承认他一直在研究可口可乐公司 1896 年的年报（在查理·芒格的一篇文章中，芒格回顾了可口可乐公司自 19 世纪以来的发展过程）。巴菲特对自己为何着迷于这些有百年历史的财务报告作出了这样的解释："就像一些人喜欢收藏老爷车，我收集过去的财务报告。另外，就像研究地理和人类一样，我会为一家公司在不同时间点上拍摄"快照"，并且回顾是何种因素使其发生改变，又是何种因素使其拥有区别于其他公司的特殊的发展模式。"除了年报和各类报刊，巴菲特也阅读一些专业和行业刊物，比如讲授如何在超市中管理肉类部门的《杂货商》（*Progressive Grocer*）。他也会读《广播》（*Broadcasting*）、《财产和意外保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险评论》(*Property Casualty Review*)和杰弗里·迈耶(Jeffrey Meyer)创办的《饮料文摘》(*Beverage Digest*)。巴菲特承认，他之所以拥有他能想到的每只股票的 100 股，仅仅是为了确保他能得到这些公司的年报。

但这不仅仅与广泛研究有关，对细节最大程度的专注也可以使人不犯错误。巴菲特对事达家具店(Star Furniture)的收购就是一个典型事例。巴菲特翻看了公司过去三年的财务报告。他一看完报告就提出了一些问题。时任该公司老板的梅尔文·沃尔夫(Melvyn Wolff)回忆说，其中一个问题是关于审计人员为了说明某些年份的情况而做的小批注。尽管每年的批注基本一样，但有一年审计人员的用词有细微的差别。巴菲特注意到了这处不同，并希望能够了解措辞变化的原因。沃尔夫记得他当时听到这问题时差点从椅子上掉下来。首先，他觉得没有人会去读那些批注，退一步讲，就算有人看了，这个人也几乎不可能记得同样的批注在几年前用了不同的词汇来表述。只有相当不可思议的头脑才会注意到这样细微的差别。

想要对某家公司了如指掌，仅仅通过翻阅其所有的财务报告是不够的。凯瑟琳·格雷厄姆讲了这样一个关于巴菲特的故事。在买入华盛顿邮报公司的股票之后，巴菲特全身心地投入对公司业务的研究之中。接连好几个周六的晚上，他都在收发室里观察报纸的生产过程。首先，工人会用棕色的包装纸把每一份报纸卷起来，然后再粘贴上地址，最后把包装纸封好。后来，巴菲特在谈及这次经历时称，这次经历让他重新思考了周日报的价格。

当谈到巴菲特在 20 世纪 60 年代的一笔交易时，亚当·史密斯说："巴菲特注意到，印第安纳州付费公路(Indiana Turnpike)债券当时的卖出价约是其面值的 70%，而与其几乎完全相同的伊利诺伊州付费公路

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Illinois Turnpike）债券的卖出价是其面值的90%。债券投资者草率地认为，印第安纳州付费公路的维修保养费不够高是导致其债券低价的主要原因。巴菲特就自己开着汽车测量了伊利诺伊州付费公路的长度，之后他又去了位于印第安纳波利斯（Indianapolis）的公路管理处查阅了很多维修保养报告。最终他得出结论，印第安纳州付费公路并不需要那么多工作，然后他就购买了其债券。该债券与伊利诺伊州付费公路的债券的价格差距缩小了。”

类似的例子还有很多。在投资华特迪士尼公司（Walt Disney）之前，巴菲特去看了《欢乐满人间》（*Mary Poppins*），当时他是唯一一位没有带小孩的成年观众。他差一点儿就要去“租”个孩子了。

投资要量力而为

如果你想预测到未来的一切，那你想要的太多了。

沃伦·巴菲特

在一次股东大会上，芒格在回答观众关于如何学习正确投资的问题时说：“你要问问自己，‘你拥有了什么，你为什么拥有它？’如果回答不了这些问题，那你就不是一个投资者。”巴菲特补充说：“如果你无法写出一篇文章来说明为什么我要以现在的估值买下整家公司，那你就没有理由买下它的100股股票。”“我们无法给这游戏带来什么，所以我们不会去玩。”这是巴菲特对他为何没兴趣投资有色金属和宝石给出的解释。[①]

① 不久之后，巴菲特就买下了一家名为波仙（Borsheim's）的珠宝店。我们会在本章和第7章详细介绍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个人应该只在自己的能力范围内而不是在整体经济形势中来寻找适合投资的公司，这是巴菲特投资原则中的关键一条。查理·芒格指出："投资游戏是对未来做出比其他人更好的预测。如何做到呢？一种方法就是把你的尝试限制在自己的能力范围内。如果你想预测未来的一切，那你想要的太多了。你会因缺乏专业性而失败。"巴菲特认可这种说法："如果有人告诉你，他可以用价值线（Value Line）为所有股票估值，那他一定是高估了自己的能力，因为那真的非常难。但如果你花时间只关注一些行业，你会学到很多有关估值的知识。"

就你的能力范围而言，或许最重要的是要清楚地认识它的大小和极限。巴菲特曾说过："就你的能力圈而言，最重要的不是它的范围有多大，而是你如何定义它的边界，而且错过能力范围外的良机并不是什么过错。"

即便有人像巴菲特那样拥有对投资的热爱之情，拓展能力圈也是一个缓慢的过程。在一次采访中，巴菲特曾被要求就入门级投资者如何开始投资给出建议。巴菲特建议投资者要研究美国所有有公开交易证券的公司，就像他年轻时做的那样。他认为，久而久之，这座知识库会为投资者带来巨大的好处。记者对此建议并不赞成，因为整个美国有27 000家上市公司。这并没有使巴菲特难堪："嗯，那就从以字母A打头的公司开始吧。"巴菲特建议投资者自己动手去收集所有资料，而不是想当然。他建议每位投资者一次只研究一个行业，在几个行业内习得一定水平的专业知识，而非直接用某些传统观点来理解某个行业，除非这些观点久经考验。2003年，巴菲特曾说他对1 700家或者1 800家美国公司有一定程度的了解。

这的确是巴菲特的起点。据他的传记作者们说，到1957年，巴菲特几乎对每只上市的证券、股票或者债券都了如指掌。他一直通过报纸的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融版面和穆迪（Moody）公司的刊物掌握各种细节，日复一日，他已经在心中画出了一幅华尔街的画像。年轻时，他每年读数千篇财务报告，后来，他每星期大概研究 20 篇年报，或者每年 1 000 篇左右。

在他致股东的信中，对于候选收购对象的要求的这一部分，巴菲特常常强调，他通常都会在 5 分钟内回复购买公司的出价。如果真是这样的话，这无疑反映了巴菲特的卓越学识和专业水准，而这都是通过阅读数以千计的财务报告得来的。

通过研究巴菲特的各种投资，我们能够在实践中完成能力圈的自然拓展。

巴菲特会对相对不熟悉的行业进行投资，但是是以非常低的价格，而且涉及金额相对他的总资产无足轻重。在奥马哈收购内布拉斯加家具商场（Nebraska Furniture Mart，NFM）就是一个很好的例子。巴菲特之前从未投资过家具店，并且之前他在投资零售业方面的经历不那么令人愉快。

1966 年，在伯克希尔哈撒韦公司成立之前，巴菲特已经获得了多元零售公司（Diversified Retailing Company）的控制权，这是一家投资零售业的控股公司。该公司投资了霍柴德 • 孔恩百货公司（Hochschild, Kohn & Co.)，这家百货公司在巴尔的摩市中心地带拥有一家百货商店，还投资了一家的女士服装连锁店——联合零售商店（Associated Retail Stores)。在做出这些投资决策后不久，巴菲特发现在巴尔的摩地区，百货商店之间的竞争非常激烈，于是 1969 年，他卖掉了自己在霍柴德公司的股份。霍柴德公司的新老板于 1977 年关掉了旗舰店，霍柴德公司于 1983 年停业。相比之下，巴菲特对联合零售商店的投资相对成功，但因经济形势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的下滑，他于 1987 年将其卖掉。1983 年，当收购 NFM 的机会逐渐成熟时——巴菲特一直在考虑在适当的时候收购它——他冒了很大的风险，我们将在第 7 章详细讲述这次收购。可以说，他用了非常低的价格收购了 NFM，在财务方面，这次投资或许相当安全。

对感兴趣的新领域做出更大的投资前，先在此领域获得小小的立足之地，这样可以减少风险。购买可转换债券可以控制下跌风险[①]，并使投资者更易于得到关于公司的信息，从而更深入地研究公司。在一些广为人知的收购案中，巴菲特都购买了可转换债券（对于美国航空和威廉姆斯集团来说，转换没有发生）。

巴菲特同样也投资了那些他熟知其主要业务，但不熟悉其分支业务的多元化公司。他研究了这个新领域（对他来说），而后在这个领域进行了多笔收购，但都是对这些领域的主要公司进行收购。我们会在本章的后文中做一些回顾。

另一种方法是收购与他已经拥有的公司有相似业务的公司。比如，巴菲特首先投资了一家家具店，然后又投资了一家珠宝店，这两家公司同属零售业。或者，收购一家鞋店可以为收购一个鞋类品牌或一家鞋类制造商做好准备。买下内布拉斯加州的冰雪皇后冰淇淋连锁店的想法很有可能就是在成功买下时思糖果的过程中获得了启发。

最后，逐渐积累在一家公司中的头寸是有可能的——先购买小部分股份，持有一段时间，研究该公司，准备在最后时机出现时收购更多股份。

① 风险被限制在了一定范围内，原因是投资者可以保留他投资中的债券部分，并赚取固定利息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从将能力圈扩展到整个报纸和传媒行业的角度看，巴菲特对大都会传播公司[①]的股权收购是一个有趣的案例。我们将尝试放宽视野，通过重温巴菲特参与报刊行业的故事，从最广义的角度来思考能力圈的作用。报纸和广播在新闻出版和媒体行业中是相关和相通的，这两个行业均正在受到可能会从根本上重塑它们的技术变革的影响。

1985 年，大都会传播公司的管理层找到巴菲特，并提出想向他销售一笔数目可观的新发行股票的想法，以此筹措资金来收购规模比大都会传播公司更大、更广为人知的媒体公司美国广播公司（ABC）。这笔交易（大都会传播公司收购美国广播公司）于 1986 年年初完成。巴菲特在合并后的公司的股份达到了 18%，原始投资规模大约有 5.18 亿美元。据罗杰·罗文斯坦说，这个金额是巴菲特前一笔交易（对 NFM 的收购）金额的规模高出 8 倍，比巴菲特在这个行业中第一笔交易的规模高出 50 倍[②]。尽管此次交易的相对规模如此之大，巴菲特还是当场就同意了，并且提出了符合市场价的合适价格。他做出决定的速度快得惊人。在纽约与大都会传播公司的管理者会面后，他飞回了位于奥马哈的家，并且在当天晚上就出了价。或许巴菲特在获得投资这些公司的机会前，早就已经将对他青睐的公司进行尽职调查作为了他市场研究的一部分。

在做出这次交易决策的背后，巴菲特有着怎样的实践经验呢?

首先，巴菲特的家族史或许帮了他：他的外祖父拥有一家报纸，他的父亲曾是内布拉斯加大学的《内布拉斯加日报》（*Daily Nebraskan*）的编辑。当巴菲特还是个孩子的时候，他送过《华盛顿邮报》。他曾管理过

① 一家囊括了出版（报刊和杂志）、广播电台和有线电视频道等业务的大型媒体控股公司。
② 罗杰·罗文斯坦指的是巴菲特对于华盛顿邮报公司的投资。尽管这不是巴菲特在这个行业的首笔投资，然而此次收购意义深远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《林肯日报》(*Lincoln Journal*) 在奥马哈地区的发行工作。当查理·芒格在加利福尼亚州居住的时候，他和《洛杉矶时报》(*Los Angeles Times*) 的经理就相识。

1966 年，巴菲特花 400 万美元买入了迪士尼 5% 的股份。这家公司当时的市场估值是 8 000 万美元。单是《欢乐满人间》在那一年就赚了 3 000 万美元，而且时至今日都经久不衰。巴菲特对此评论说："就像拥有一口油井，里面所有的油又会渗回去。"那时，该公司仍旧是由创始人经营。当巴菲特去拜访华特·迪士尼时，虽然那时迪士尼还没听说过年仅 35 岁的巴菲特，但他却对巴菲特非常友好。巴菲特断定，对这家公司的定价不可能错的更离谱了，他说："那简直就是个笑话。"如果迪士尼向一家大型风险投资公司求助并要求该风投公司买入迪士尼的股份，那这笔投资的起价至少是 3~4 亿美元的估值，然而市场却"确信"8 000 万美元才是合适的价格。巴菲特认为市场忽视了迪士尼的价值，因为人们对它太"熟悉"了。尽管如此，同年，巴菲特还是卖掉了他在迪士尼股份，这笔投资赚了将近 54%。后来他承认，1966 年卖掉迪士尼的股份是他职业生涯中最大的错误。任何与华特·迪士尼有私交的人都拓展了其能力圈。

正如我们在前面章节中一带而过的，几乎在同一时间，巴菲特也在考虑进入新闻出版业。或许，他在这个行业中的第一笔投资是在 1969 年收购了《奥马哈太阳报》。1971 年，他提出收购《辛辛那提问询报》(*Cincinnati Enquirer*)，但是没有被接受。1973 年，他收购了《波士顿环球报》(*the Boston Globe*) 的母公司联合出版公司 (Affiliated Publications) 4% 的股份（之后他将不能向 IPO 公司投资确立为一项规则）。巴菲特也成为了 Booth Newspapers、斯克利普斯·霍华德报团 (Scripps Howard)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和 Harte-Hanks Communications 等公司的小股东。

在第 2 章中，我们详细讨论了巴菲特在 1973 年对华盛顿邮报公司的投资和 1977 年对《布法罗晚报》的投资。华盛顿邮报公司作为一家控股公司，不仅拥有一份著名的报纸，也持有大都会传播公司的部分股权。在《华盛顿邮报》拒绝买下《布法罗晚报》后，巴菲特掌握了《布法罗晚报》的控制权。尽管《布法罗晚报》存在直接的竞争者，巴菲特也认为他的报纸肯定会在当地市场的竞争中胜出。巴菲特还积累了时代公司 4% 的股份，后来他卖掉了这些股份。20 世纪 80 年代末，巴菲特接触到了时代公司的董事会，想得到他们的允许买入该公司更多的股权，但是他的请求被拒绝了。

1977 年，巴菲特曾短暂持有大都会传播公司的小额股份。正如他说的那样，他后来平了仓，以应对因公司股价暴涨而出现的短暂疯狂。大都会传播公司也是通过另一个渠道被巴菲特了解的。1972 年，查理 • 芒格与他在洛杉矶的合伙人李克 • 古瑞恩（Rick Guerin）[1] 一起买下了 Fund of Letters[2] 的控股权，Fund of Letters 的投资包括对大都会传播公司和每日新闻集团（Daily Journal Corporation）的投资。1986 年，巴菲特还持有美国广播公司 2.5% 的股份。在已拥有了投资报纸出版和媒体行业的经验后，巴菲特将目光转向了在当时对他来说金额巨大的大都会传播公司。

在交易完成的一年后，大都会传播公司的股价从 630 美元跌至 360 美元，但到 1992 年年底，伯克希尔公司持有的大都会传播公司股份的市

① 伯克希尔的早期股份持有者之一。

② Fund of Letters 投资于所谓的“存信股”。只有有资格的投资者才能购买此类证券。这类证券的流动性低于常规股票。这只基金由弗雷德 • 卡尔（Fred Carr）管理。早期他非常成功，但是之后他将这只基金带入了困境，该基金于 1970 年被美国证券交易委员会关闭。1972 年，该基金重新开张。被芒格收购时，基金份额的价格低于该基金拥有的股票的资产负债表价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场价值已经增长了将近三倍。这个增长意味着不包括股息，伯克希尔公司的年回报率为 17%。1993 年，巴菲特卖掉了他持有的大都会传播公司 / 美国广播公司股份的 1/3。剩余的股份于 1996 年在迪士尼收购大都会传播公司时被兑换成了华特迪士尼公司的股份和一些现金。[①] 在兑换时，伯克希尔公司在大都会传播公司的剩余股份的市场价值为 25 亿美元，而当初，伯克尔公司是以 3.45 亿美元的价格收购了这些股份的。伯克希尔公司持有大都会传播公司的股票大约十年，除去股息后的年回报可以达到 22%，大多数回报是由未实现收益构成。20 世纪 90 年代末，新收购的迪士尼股份被卖掉了。这次，巴菲特的判断很好地帮助了他，因为此时的迪士尼正深陷困境。1995 年，迪士尼的股权回报率（ROE）达到了 25%（这在股权回报率中是很高的）；2000 年，其股权回报率跌至 3%；2001 年时几乎为零。在 2002 年至 2003 年这段时间里，这个指标又回到了 3% 的低水平。迪士尼公司的股价仅在 2010 年才重新回到过 1998 年的峰值。

巴菲特的能力圈在各种行业中持续得到拓展。例如在 1994 年，报业巨头甘尼特（Gannett）宣布巴菲特买下了其 4.9% 的股份，可这些股份很快就被卖掉了。2011 年，巴菲特收购了奥马哈一家地方报纸《奥马哈世界先驱报》。2012 年，他宣布买入 Media General 报业集团的股权，该报业集团在美国东南部拥有 63 家地方报纸。伯克希尔公司 2012 年度报告显示，伯克希尔公司拥有美国 9 个州的 28 家报纸，分别是《布法罗晚报》《奥马哈世界先驱报》和 Media General 报业集团旗下的众多报纸。[②] 巴菲特也开始购买那些为投资者提供信息的公司。1999 年，他开始买入邓

① 巴菲特或许很欢迎此次收购。迈克尔・艾斯纳（Michael Eisner）在其名为《在进行中的工作》（*Work in Progress: Risking Failure, Surviving Success*）的书中回忆说，当他向大都会传播公司的大股东巴菲特提及他想收购此公司的意图时，巴菲特的回答是："我觉得不错。"于是，巴菲特协助他完成了这笔交易。

② 巴菲特近期的年度报告并没有对这些新的收购行为进行讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

白氏（Dun & Bradstreet）的股票。2000 年，由于评级机构穆迪被从邓白氏分拆出来，所以他得到了穆迪公司的股份，从那时起，他一直持有此股。[①]2006 年，他收购了信息服务公司 Business Wire。最终，巴菲特在出售了其所持的华盛顿邮报公司的股份后，逐渐购入了其他媒体资产。

能力圈原则还有另一个重要的组成部分。被收购公司的管理者们掌握着非常有价值的信息，他们熟知在本行业内哪些公司的发展前景会更好。很多成功的大公司都是依靠其在特定行业的内部信息进行成功收购的。他们通常不会广泛地寻求多元化，相反，他们仅在几个行业之间建立收购链。这里有个有趣的案例，我们可以关注 Beatrice。这个案例表明，当收购是基于子公司管理者所拥有的行业知识时，该公司是在创造价值；而当收购超出了管理者的专业学识范围时，该公司可能会蒙受损失。

巴菲特在家具业的收购顺序是有关创建收购链的一个很有启发的例子。在巴菲特以极低的价格收购了 NFM 后，该公司管理者之一而且是创始人儿子的厄文 • 布朗金（Irv Blumkin）建议巴菲特关注犹他州一家名为 R.C. Willey Home Furnishings 的家具连锁店。1995 年，巴菲特实现了对它的收购。之后，该连锁店的所有者比尔 • 蔡德（Bill Child）建议巴菲特从得州企业家梅尔文 • 沃尔夫（Melvyn Wolff）手里买入事达家具店，

① 在分拆的过程中，巴菲特以 4.99 亿美元或每股 20.80 美元的价格获得穆迪公司 2 400 万股的股份。由于 1 拆 2 的股票分拆，巴菲特最后以每股 10.40 美元的价格持有 4 800 万股。2007 年，伯克希尔公司持有穆迪公司 19.1% 的股份。或许出于决策考虑，在金融危机最严重时，在穆迪股份处在其最低点并且市场对该机构的攻击最强烈时，巴菲特在 2009 年第三季度逐渐卖出该股。到那时，穆迪公司的股票已经多少回到了之前的水平（2007 年峰值时每股 74 美元，而在 2009 年 3 月最低点时，每股仅 16 美元）。到 2010 年年底时，巴菲特已经以每股 25 美元的价格卖掉了大约 2 000 万股，或者说他所持该股的 40%。如果不计入股息，即使以如此低价卖出，年回报也在大约 10%。在 2001 年至 2009 年这段时间里，公司每年派发每股 0.10~0.40 美元的股息。2013 年，当穆迪公司的股价涨至 60 美元以上时，巴菲特持续减持。到 2014 年 5 月，穆迪公司的股价为每股 83 美元左右。巴菲特仍持有 2 400 万股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这笔交易于 1997 年完成。最后，布朗金、柴德和沃尔夫三人建议巴菲特从泰特曼（Tetelman）兄弟手中买下新英格兰的一家名为 Jordan's 的家具连锁店，这笔交易于 1999 年完成。2000 年，NFM 买下了 Homemakers Furniture，后者是爱荷华州最大的家具零售商，还拥有自己的家具生产设备。此次收购不是由巴菲特直接完成的，决策是由 NFM 的管理层做出的。在这一系列对家具公司的收购计划中，也可能包括对专门经营家具出租业务的 CORT 的收购。

相比之下，在珠宝行业的收购过程稍微短一些。听从了 NFM 的所有者布朗金的建议，巴菲特的第一笔交易首先收购了奥马哈大型珠宝商店波仙珠宝（Borsheim's）。波仙珠宝的所有者是布朗金的亲戚弗里德曼（Fridman）家族。在对这样一家经营不透明的珠宝公司的收购交易中，布朗金将其推荐给巴菲特的一个最重要的原因是他非常看重弗里德曼家族正直和诚实的品质。1995 年，听从了波仙珠宝新管理层的建议（管理层在企业创始人去世后已经变更），巴菲特收购了黑尔斯博格钻石公司（Helzberg Diamonds）。2000 年，他买下了 Ben Bridge Jeweler 连锁商店。

有时候，坚持在能力圈内投资的原则会迫使巴菲特卖掉一些股份。例如，他因不明白联合出版公司所大量持有的麦克考移动通信公司（McCaw Cellular）的股份的价值，而卖掉了联合出版公司的股份。巴菲特承认说，他错过了在无线通信行业打出一片天地的原因是那超出了他的能力圈。

一丝不苟地拓展自己的能力圈并不能完全保证在做出投资决策时不犯错误。例如，巴菲特在 1993 年对专业制鞋公司 Dexter 的收购就以失败而告终。Dexter 无法与那些廉价产品竞争，被迫于 2001 年进行重组。在致伯克希尔股东的信中，巴菲特提到收购 Dexter 是个错误，主要体现在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两个方面。首先，收购本身就是个错误；其次，巴菲特没有使用现金交易，而是用伯克希尔的股份进行了支付。他支付了伯克希尔大约 2% 的股份，当时这 2% 的股份大约价值 4.2 亿美元。2002 年，罗伯特·迈尔斯计算得出，自从巴菲特收购 Dexter 后，它的预计税前收益仅为 1 亿美元，年销售额为 2 亿美元。根据迈尔斯的看法，Dexter 的总价值可被估算为 1 亿美元（如果用市销率为 0.5 倍计算）。用于收购所支付的伯克希尔股份的价值已涨到 20 亿美元，其中 Dexter 的价值只占 5%。迈尔斯评论说，收购 Dexter 或许是巴菲特有史以来最糟糕的投资。2008 年，巴菲特承认了错误，也称这是他所做过的最糟糕的一笔投资。

巴菲特或许有足够多的经验本可以避免这笔投资。第一，当他准备收购 Dexter 时，伯克希尔公司的纺织业务已经因某些原因停产了，而这些原因与最终导致 Dexter 重组的原因很相似。第二，巴菲特和芒格在制鞋业已经有了一些经验。查理·芒格第一任妻子的家族曾拥有一家鞋店，并且伯克希尔公司之前也投资过制鞋业。1990 年，巴菲特收购了布朗鞋业公司（H.H. Brown Shoe），这是康涅狄格州一家专门从事日常和运动休闲鞋类制造、进口和零售的公司。该公司通过自己的销售网络和大商场的鞋类部门销售产品，也会生产一些满足市场特殊需求的鞋类，比如矿工鞋、电话线路修理工用鞋或者其他工人用鞋。布朗鞋业公司保持成功的很大一部分原因是其将制造工厂搬到了中国。1986 年，巴菲特买入了费切海默公司（Fechheimer），这是一家制作工装和制服（大部分是狱警制服）的公司，同时它有一个分部生产一些有专门用途的鞋类。这笔投资是成功的。[①] 所以，很奇怪，Dexter 其实原本就在巴菲特的能力圈内范围的。

① 事实上，这笔收购肯定非常成功。美国是全世界监狱人口最多的国家，无论是从绝对数量看，还是从相对数量（占总人口的比例）看。美国的监狱通常是私人运营的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期视野

我最喜欢的就是永远持有一只股票。

沃伦·巴菲特

“我们不卖股票。我们有进场的策略，但是没有离场的策略，”巴菲特如是说，“我和查理无论在什么时候买普通股票……都没有想过卖出它们的时间或者价格。事实上，只要我们预期公司的内在价值将以令我们满意的速度增长，我们愿意无限期地持有该公司的股票。”他还告诫说：“如果你不愿意持有一只股票10年，那么就别考虑持有它10分钟。”

事实上，巴菲特青睐的投资视野不只是长期的，而且是永远的。在他致股东的信中，巴菲特将他的一些投资描述为“永久地持有”。1990年，在哈佛商学院的一次会议上，一个学生问巴菲特计划什么时候退休，他回答说：“大约在我死后5至10年吧！”也许巴菲特希望他做出的决策即使在他去世后也能够继续发挥积极的作用。

长期视野是我们前面讨论过的投资原则的逻辑结论。如果我们接受“市场是非理性的”这一观点，并且如果我们的投资是基于行业和公司的基本面吸引力，那么只有当我们有能力等待市场对我们的投资资产进行公平的估值时，我们才会成功。我们需要时间，时间是优秀公司的朋友，平庸公司的敌人。“现在已然衰朽者，将来可能重放异彩；现在备受青睐者，将来却可能日渐衰朽。”这是贺拉斯（Horace）的话，它被本杰明·格雷厄姆和戴维·多德引用，被放在他们所著《证券分析》一书的开篇位置。巴菲特首次读到这句话是在1949年。他说，随着时间的推移，他越来越欣赏这句话了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们在第 2 章探讨过巴菲特购买可口可乐股份的例子，这个例子令人印象深刻。1992 年，他讲述了下面的故事："1919 年时，你可能以每股 40 美元的价格购买了可口可乐的股票，一年后股价变成了 19.50 美元。糖价上涨使你损失了一半的钱。如果你将所有的股息重新投资，当时的 40 美元现在价值 180 万美元，而且这还是在经历过经济萧条和战争的状态下。投资一家优秀公司是多么成果累累。"这些观点发表于 1992 年。有趣的是，不知道巴菲特现在会怎样评价可口可乐公司，从 20 世纪 90 年代末开始直到现在，它的股价处于停滞状态。

对于那些想靠短期价格变化赚钱的人，巴菲特对他们持嘲讽态度。早在 1968 年，当他听到一位资金管理人说"复杂的国内和国际经济使理财变成了一份全职工作，一位优秀的资金管理人必须时时刻刻研究证券，而不是每周或者每天观察一下"时，他说："这种话让我在出去买百事可乐喝的时候感觉内疚。"[①] 这让人想起致使巴林银行（Barings Bank）破产的尼克·利森（Nick Leeson）对长期投资的定义。利森认为，如果一笔头寸不在一夜之间平仓，它就是长期的。巴菲特坚称自己从没尝试过在股市中赚钱，他购买股票时总是假设市场会在第二天休市并且以后 5 年都不开市。在他看来，一个身处邮件会延迟 3 星期之地的人仍然可以做好投资。

巴菲特留在原处不动的做法反映了他的观点，他认为股市是一个重新配置资金的中心，其中的资金会从活跃的人流向有耐心的人。他不赞同用伯克希尔股票投机，也不宣传伯克希尔公司的短期业绩。该公司不谈论季度盈利，没有投资者关系部门，也不与华尔街分析师召开电话会议。巴菲特不想让那些关心下一季度或下一年度会发生什么的人成为伯

① 显然巴菲特准备转投可口可乐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克希尔公司的股东，他说："我们想要和那些想与我们在一起的人成为伙伴，直至他们去世。"

有长远的投资视野可以帮助投资者节省交易成本，比如经纪人的佣金和税款，税款按实际所得征收而不是按账面利润征收。实际上，投资者的利润有相当大一部分被分给了基金经理、财务顾问和执行交易的交易员。2001 年，巴菲特估计这些钱每年大约要有 1 300 亿美元，其中大约 1 000 亿美元与财富 500 强公司有关。换句话说，投资者浪费在各种"助手"身上的钱几乎是他们投资财富 500 强公司所获利润的 1/3（1998 年，财富 500 强公司帮他们赚了 3 340 亿美元）。如果实际情况真的像卡通片里新闻评论员所说的今天纽约股票交易所没有交易，每个人都对自己拥有的财产很满意，那么投资者就保住了他们的 1 300 亿美元。互联网交易已经或多或少地降低了投资者的成本，但本质上，巴菲特的观点仍具现实意义。

即使在巴菲特看来，当他的投资被明显高估时，他也没有平仓。这种买进并持有的方法是他策略中一直饱受争议之处。提倡价值投资的人对此有各种争议。金融学者们争辩说，即使是巴菲特的老师本杰明·格雷厄姆也在 20 世纪 40 年代坚信，一种简单的市场择时策略（在股价相对长期平均利润较低时进入市场，在股价相对较高时卖出）会比买进并持有的策略获得更好的回报。费雪引用了赞成市场择时的言论。麦嘉华（Marc Faber）是另一位不同意买进并持有策略方法的著名价值投资人。

我们将在第 8 章中讨论买进并持有策略的其他方面，它是巴菲特职业形象的关键部分，有助于与家族企业所有者的谈判，这可能是该策略被广为人知的原因之一。实际上，巴菲特并没有教条般地遵循它。原因是多方面的，有一些我们已经提到过了。一位研究人员列出了巴菲特在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000 年之后购买过、但没有长期留在他投资组合中的公司股票名单，其中包括花旗集团、华特迪士尼、百思买、Gap、杜克能源（Duke Energy）、吉百利史威士（Cadbury Schweppes）、丽诗加邦（Liz Claiborne）、Level 3 Communications 等。另一位巴菲特研究者发现，有 29 只股票，巴菲特持有的时间少于 5 年。巴菲特认为，在这些公司中，有些公司的所在行业的发展前景比较乐观。比如，巴菲特持有报业控股公司 Times Mirror（1980 年买入）和甘尼特（1994 年买入）的股票只有 1 年；1982 年购买的出版业控股公司时代公司（Time Inc.）的股票，他持有了 4 年。

巴菲特提醒人们不要将那些原本想做短期投资，却因无法迅速获得期望回报的投资称为长期投资。巴菲特建议人们不要相信那些未能在短期获利却归咎于他们有长期关注目标的管理人，他说："就连爱丽丝在听了王后告诉她'明天有果酱'后最终也会说'今天一定有果酱'。"

意见的独立性

不要买那些热门股。

沃伦·巴菲特

"我总是吃惊于高智商的人会随意地模仿别人。我从没有通过与别人聊天得到过好主意。"巴菲特告诉我们。即使这并不总是对的，但几乎总是对的。

随大流不是挣大钱的最好方法。"我告诉你一个我在哥伦比亚商学院时从本杰明·格雷厄姆那里得到的建议，这个建议我永远也不会忘记，那就是：即使其他人对你表示认同，这并不能说明你就是对的或是错的。你是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对的是因为你的事实和推理是对的——这是唯一让你正确的东西。”巴菲特说道。我们在第1章分析格雷厄姆的投资原则时提过这一点。

巴菲特说，人们总是对那些价格高或者太高的股票感兴趣，但是价格太高是因为人们的心理使然。证券市场泡沫的形成机制很简单：牛市时会有一个时点，那时所有的参与者都挣到了钱，无论他们采用了什么系统；然后更多人被吸引进场，他们既不考虑利率，也不考虑公司利润，而是认为投资股票似乎很有益。对此，巴菲特形象地比喻道：“他们在基本面因素上附加了‘我不能够错过聚会’的因素……就像巴甫洛夫的狗一样，这些‘投资者’知道，当铃声响起——纽约证券交易所上午9：30开市的钟声——他们就有了食物。这样的想法每天都在被强化，他们开始相信上帝想让他们变得富有。”实际上，他们最终都会以失败收场。泡沫市场会创造泡沫公司，这些公司的目的只是从投资者那里赚钱，而不是为投资者赚钱。但是每个泡沫都会遇到一根针。当泡沫和针最终相遇时，新一批的投资者学到了一些非常古老的教训：首先，华尔街的很多人会向投资者售卖任何他们想买的东西；第二，当投机看上去最为容易之时，往往也是最危险之时。

正如巴菲特观察到的，当大多数市场参与者都能享受到胜利的喜悦时，投资和投机之间的界限就变得模糊了。他曾告诫说：“没有什么比轻而易举就赚到大钱更能让你丧失理性。当别人都对股票感兴趣的时候，很多人也有了兴趣。可是你应该在别人对股票都没兴趣的时候对它有兴趣。不要买那些热门股和表现得很好的股票。让我来告诉你要如何致富。关上门。别人贪婪时，你要恐惧；别人恐惧时，你要贪婪。[①]”巴菲特欣

① 很多资料显示，1951年，巴菲特在哥伦比亚商学院做讲座时说了这些话，当时他21岁。也许他是借用了格雷厄姆的话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赏悲观主义是因为它产生的价格：悲观主义有时无处不在，有时仅是一家公司或一个行业特有的，它是引起低价的最常见原因。乐观主义是理性买家的敌人。恐惧是时尚爱好者的敌人，却是基本面主义者的朋友——记住，市场迟早将按照公允价值为证券定价。

在巴菲特看来，要想成为成功的投资者，仅仅接受适当的教育还不够。要区分好坏交易，直觉不可或缺。人们必须还要有自制力和自信，有足够的勇气持有不受大众影响的独立的意见保守地行动，并且不越过为自己设定的框架。独立观点是巴菲特投资理念的一个关键因素。正如芒格所说，巴菲特相信成功的投资在本质上是独立的。

购买价格

我们尝试为购买定价，而不是寻找时机购买。

沃伦·巴菲特

巴菲特曾在他职业生涯的早期公开谈论过低收购价格的重要性。1963 年，他给他的基金合伙人写信说道："永远不要指望卖得好。要让购买价格有吸引力，那样即使卖得一般也会有好结果。"1977 年，他给股东写信说，伯克希尔愿意收购的公司是那些他们了解的、有良好的长期愿景、由诚实能干的人经营并且能以非常诱人价格买下的公司。1978 年，他发布的广告重复了他以前说过的话：他在寻找"价格非常诱人"的公司。1992 年，在致股东的信中，他引用了自己 1977 年说过的话。他一直在寻找低价。他说过："所有具有智慧的投资都是价值投资——为了比你付出的获得更多。"最近，低收购价不再出现在对收购目标的正式要求中。在我看来，这样的要求可能会妨碍出售人做决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当巴菲特认为不能以他认为的合理价格进行他认为的适当的投资时，他会觉得市场过度繁荣，反之亦然。1973 年，在市场大涨时期，当股价高到他找不到什么可以买的时候，他说他觉得自己像是一个在荒岛上性欲过剩的男人。1974 年，市场回调，比 1972 年 11 月峰值时下跌了 50%，股票相对不那么贵了，巴菲特认为投资的时机已到。这次，他觉得自己像是一个在洞房中性欲过剩的男人。1984 年是巴菲特认为值得铭记的年份，因为他很难找到质量和价值与价格之比都符合他标准的股权投资了。[①]

为收购定价自然会引出对市场时机的把握。当巴菲特无法找到满足他要求的投资目标时，他可能会回避投资，有时甚至一连几年。这表明他在实践中有着自己独立的见解。他力求不妥协于他的投资标准，尽管他发现什么也不做是最难完成的任务。他说："一位英国政治家认为，他的国家之所以在 19 世纪表现出伟大是因为其推行'高超的无为'政策。这个策略很容易为历史学家所称赞，但当事人很难接受。"尽管如此，巴菲特看上去依然能够应付挑战。

在市场处于峰值时，巴菲特要么暂停要么减少了投资组合，因为他能够随时买入某家公司的股票。作为组合投资者，他在市场泡沫膨胀时离开了市场。比如，他在 20 世纪 60 年代关闭了他的基金，在 20 世纪 90 年代末（1997 年至 2000 年）时，他也这样做了。与此同时，如果是购买整家公司，巴菲特不会考虑市场状况，因为犹豫也许会让他永远失去这个投资机会。

---

① 如今，巴菲特会有何观点？1974 年，标普指数在 83~94 点之间波动；到了 1984 年，该指数上升到 150~160 点；后来，该指数几乎不间断地上升到 2000 年 3 月的 1 500 点左右，2015 年 1 月达到了 2 000 点左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特总是回避谈论那些他认为便宜的东西。他不具体谈（特定）股票。我认为，他不这样做是因为这样的信息实际上几乎没有用。无论他对某家特定公司的估值是低是高，这个估值都不能直接转移给其他公司；这个估值也无法在时间上轻易转换。我们有必要大致了解一下公司估值的原则。然而，巴菲特给出的估值指导与整体市场有关。对大市水平是高还是低进行估计很有好处，因为在一个稳定的经济体中，综合指标应该更加稳定。国民生产总值（GDP）的波动不如单个公司的利润波动大，GDP 增长率的波动也不会比一家公司或一个行业的增长率的波动范围大。历史平均综合指标可能会有更好的指导作用。

市场的一般水平可以用一些指标来评估，比如市盈率、托宾 Q 值、股息率以及股票市值与 GDP 之比（MD/GDP）。巴菲特偏爱股票市值与 GDP 之比。他发现，如果这个百分比降到 70% 或 80% 左右，买股票可能会比较好。如果比率接近 200%——比如 1999 年和 2000 年的某段时间——投资者可能就是在玩火。[①] 从 20 世纪 50 年代起的所有年份，股票市值与 GDP 之比一直保持在可以接受的水平，直到 1996 年，除了 20 世纪 60 年代一小段时间以外。从 1996 年开始，除了 2003 年（当 20 世纪 90 年代末的泡沫被纠正以后，市场出现低迷）和 2008 年至 2009 年的危机时期，这个指标一直在危险水平徘徊。

我认为，市盈率倍数也有一定的作用。在第 1 章中，我们讨论了市盈率和席勒市盈率的基准。1871 年以来，美国市场的平均历史市盈率指标分别为 14 倍和 14.5 倍。我们不知道巴菲特认为什么水平是合理的价值，

① 听从巴菲特的建议，投资者还必须记住，股票市值与 GDP 的比值非常依赖经济体的制度架构和上市公司产生的 GDP 的份额。所以，这个指标没有目标水平，不可以直接转移至其他市场运用。比如，这个指标对于瑞士来说就高得多，这个国家的市场相对较小，却有多家全球化大公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们也不想去猜测，因为股票市值与GDP之比和市盈率的变化不完全一致。我建议将罗伯特·席勒检验过的市盈率水平作为参考，因为它表明在投资时，市场倍数越高，从长期看投资回报就越低。



关于巴菲特投资原则的讨论并没有到此结束。他的投资哲学是以他对资本市场如何运作以及是什么驱动上市公司管理者行为的信念为基础的。巴菲特对这些问题的理解不同于传统观点，我们将在第5章和第6章讨论巴菲特在现代金融理论中的地位。下一章，我们将谈谈与他的投资方法相对立的另外两位投资者和金融理论家的投资方法，这两人在他们在20世纪末的证券市场中扮演着举足轻重的角色。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章

The Warren Buffett Philosophy of Investment: How a Combination of Value Investing and Smart Acquisitions Drives Extraordinary Success

巴菲特与其他投资人的比较

近似的正确好过精确的错误。

沃伦·巴菲特

在本章中，我们将要比较巴菲特与其他两位投资人的投资战略。第一位投资人是罗伯特·默顿，他是著名的金融理论家，也是布莱克—斯克尔斯期权定价模型（Black-Scholes Option Pricing Model）[①] 的关键贡献者之一，哈佛商学院教授，诺贝尔经济学奖获得者，声名狼藉的对冲基金——美国长期资本管理公司（Long-Term Capital Management，LTCM）的创始人之一。根据我们之前探讨的有效市场假说（我们还将在第 5 章中继续讨论），在 20 世纪 70 年代至 80 年代时开始出现了新的投资和风险管理方法。该方法基于这样一个假设：可以通过统计分布来对股票市场的行为和每只证券的价格进行建模。平均回报和围绕回报均值的变动量被用来描述分布情况。

对任何回报的可能性进行概率性评估是定义这一新思想学派的核心

① 布莱克—斯克尔斯期权定价模型又称毕苏期权定价模型。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理念之一。罗杰·罗文斯坦在报告中说："直到20世纪90年代，这一概念才被大多数华尔街人士接受，华尔街的每一家投资银行都被年轻聪明的博士们填满，这些博士都研究过默顿、斯克尔斯及其门徒的理论。"罗伯特·默顿可以被视为这一新模式的哲学之父[①]，而LTCM被视为在广泛的统计评估和概率建模的基础上对这一哲学的最终体现。

第二位投资人是彼得·林奇，他是一位卓越的理财经理。1977年至1990年，他在美国富达投资集团（Fidelity Investments）运营着旗下的麦哲伦基金。尽管彼得·林奇虽然只在早期比较活跃，但他是更为传统的方法的一位追随者。

在本章中，我会向大家展示罗伯特·默顿那些与巴菲特几乎完全对立的做法，而彼得·林奇却几乎是巴菲特的完美克隆体。

沃伦·巴菲特与罗伯特·默顿

精准的优雅下面是危险的流沙。

沃伦·巴菲特

和沃伦·巴菲特一样，罗伯特·默顿也不只是一位金融理论家或者投资组合管理的理论家，他已经在实践中检验了他的模型和理论。默顿是从理论转为实践，而巴菲特的体系是自然而然地从他的工作中显露出来的。

① 尽管其他科学家也可以被视为这个模型的合作创建者，但是默顿最后依据持续时间和价格确定了模型的最高版本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我听过一次默顿的课，他给我留下了深刻的印象。他可能是我见过的人中最有才华的一个，并且毫无疑问，他是我最好的老师。人们通常也这样形容巴菲特："他是我知道的人中最有才华的一个。"默顿与巴菲特的第一个不同之处是，巴菲特认为，或者至少他宣称他认为，成功的投资不一定需要特别聪明，更重要的是自律。相反，在创建 LTCM 时，默顿及其同事相信，他们比别人更成功的原因是他们的模型比其他模型更优秀、更复杂、更先进，所以他们比任何人都更具备准确预测未来的能力。

这只基金的管理公司是由所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）前任员工们创立的，这些员工此前供职于公司的套利部门，该套利部门是让所有的投资银行都感到嫉妒的对象。[1]约翰·梅里韦瑟（John Meriwether）是该基金的创始人和这家管理公司的大股东，此前，他管理着所罗门兄弟公司的债券交易部门和套利部门。罗伯特·默顿、迈伦·斯克尔斯（Myron Scholes）和大卫·马林斯（David Mullins）三人一同被邀请加入 LTCM。迈伦·斯克尔斯也是一位著名的金融教授和诺贝尔经济学奖获得者，并且是布莱克–斯克尔斯期权定价模型的另一位创立者。大卫·马林斯是默顿的学生，他曾在哈佛大学任教，并曾就职于美国联邦储备委员会[2]。

默顿和梅里韦瑟的个人关系始于所罗门，梅里韦瑟曾支持将默顿任命为所罗门兄弟的首席执行官约翰·古弗兰（John Gutfreund）的顾问。在梅里韦瑟和古弗兰由于一件丑闻而被迫辞职之后，默顿于 1992 年辞去

① 根据罗杰·罗文斯坦所说，套利部门在所罗门公司的最后五年里赚了 5 亿多美元。著名财经记者尼古拉斯·邓巴（Nicholas Dunbar）称这个数额更大，而且 1990 年至 1993 年间，该部门的利润占公司整体利润的 87%。

② 马林斯在美联储被视为仅次于格林斯潘的第二号人物，也被认为是格林斯潘的接任者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了他在所罗门的职位。梅里韦瑟手下的一名债券交易员保罗·莫泽（Paul Mozer）被发现有非法行为，他的行为致使这家银行走到了破产边缘，并使巴菲特在该银行的投资面临全部注销的威胁。巴菲特当时不得不着力拯救所罗门，他并没有试图挽留默顿。

1994年，LTCM开张。它募集了12.5亿美元的资本，纵观金融市场有记录的历史，这是管理团队首次募集到的最大金额。该基金的投资者包括许多有名的机构，比如住友银行、德累斯顿银行、列支敦士登全球信托、瑞士宝盛银行、Garantia（当时巴西最大的投资银行）、意大利中央银行、香港规划及土地发展机构、新加坡政府投资公司、台湾银行、曼谷银行、科威特国家养老基金、普惠公司（美国投资公司）、许多美国大学（包括匹兹堡大学和纽约的圣约翰大学）的捐赠基金，以及美国一些资深银行家、好莱坞明星等名流。

当时也有人劝沃伦·巴菲特投一笔。他回答说："我不投资其他人的基金。"关于这笔潜在投资，一位巴菲特传记作者是这样描述基金经理们与巴菲特会晤的结果的："这位快乐的亿万富翁还是他平时的样子——待人友善、经常鼓励人并且特别不喜欢开支票。"据尼古拉斯·邓巴所说，巴菲特拒绝的原因是数学摇钱树没能打动他。

也许，巴菲特是不想让其他管理者利用他的名字来获利吧（我们将在第5章中谈到巴菲特不赞成伯克希尔公司"追踪"基金的理念）。尽管LTCM基金的创始人们闻名于投资界，并且他们能够募集到足够的资金，但巴菲特的加入也会给基金增加又一层声誉，而且一旦他加入，吸引任何金额的资本都会是轻而易举的。芒格承认，这些顾虑他都有。巴菲特对成为基金中的基金（Fund of Funds，FoF）持怀疑态度，至少就资本投入程度而言，这是完全可以理解的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当时，LTCM 计划通过套利交易赚钱（事实上最终真的赚到钱了）。人们会（并且已经）对不同证券之间的利差变化进行押注。使用经过大量市场数据检验过的先进模型是为了找到被市场机会“错误定价”的证券（有时该基金确实间接参与了所在市场的地方策略）。除了这些明显的错误定价的情况，其他所有投资风险都通过对冲来消除。

尽管该基金的策略已被广泛讨论并且已众所周知，我仍要举个简单的例子。例如，如果人们押的注是一只债券相对于另一只被错误定价[①]，并且这只债券的价格会发生变化，原因是市场将尝试修正错误的定价，那么这个下注将会包括做多其中一只债券、做空另一只债券。选择买入和卖出哪只债券将取决于两者之间的差值是上升（扩大）还是下降（变窄）。市场波动的风险（无论利率总体是上升或下降）将互相抵消。所以，从理论上来说，市场波动的方向对于押注不重要。押注的回报将会仅仅取决于债券的价格相对于彼此发生的变化。

由于不同证券之间的差价的绝对值较小，为了扩大投入资本的回报率，该基金打算灵活地运用杠杆。债务与股本之比维持在20：1或30：1。有了这一杠杆，LTCM 能够承受的最高损失将是其资产的 20%。该基金估计，这一种损失的可能性将不会超过 1%。预期损失及其概率是通过广泛的统计分析和尝试用数学方法为市场建模得出的。

作为另一种避险工具，该基金依赖于多元化经营，因此投资必须在不同的市场中进行，比如俄罗斯和意大利，因为在主管合伙人看来，这些市场互不相关。

① 在两只存续时间稍有不同的债券之间可能会出现相对错误定价，因为一只可能比另一只流动性强。流动性较差的债券的价格可能无法准确反映它的经济状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如历史所记载，LTCM 的尝试以失败告终。俄罗斯的经济问题“传染”至整个金融体系。罗杰·罗文斯坦这样描述当时的惨淡景象：“俄罗斯的危机、亚洲的疲软、伊拉克拒绝全面武器核查……全球的投资者……疯狂地购买美国国债……没有人想要冒险。”价差头寸的增大对该基金不利，并且该基金的模型让不相关的证券市场实现了行情同步，使投资组合分散化的效果落空了。

如今，众所周知，站在资产的经济角度上看，看似彼此不相关的一些资产价格在危机期间可能会变得近乎完全正相关。不同机构广泛使用杠杆和相似的风险管理系统会迫使市场参与者同时削减相似的头寸，这都是造成这种强烈相关联性突然出现的一些机制。投资者也受到流动性约束的影响，并且往往只能在流动性仍得以维持的市场中减少头寸。正如罗杰·罗文斯坦所说：“你没有卖掉你应该卖的，而是卖掉了你能卖的。”2003 年，也许巴菲特想到了 LTCM，他说：“历史告诉我们，危机往往导致一些问题以某种方式发生关联，这种联系在平静时期是无法想象的。”

危机迫使 LTCM 的杠杆比率达到了 55：1。这种水平的杠杆率可能在极为偶然的情况下才会达到的，因为在流动性不佳的市场中，该基金无法进行平仓操作以降低其借款。然而，尼古拉斯·邓巴观察到一个有趣的现象：当该基金发展到其鼎盛时期时，斯克尔斯和默顿产生了一个对零资本和无限杠杆的愿景。这是罗伯特·默顿对完美世界的梦想，他梦想沿着金融创新的螺旋式上升到达完美世界。在这个完美世界中，对冲是如此完美，以至于不再需要公众资本。实际上，银行贷款给该基金，正如它在投资界中有一席之地一样，是一对一地建立在对有担保债券中没有估值折扣的基础之上的。如果发挥到极致，这种头寸将会导致零资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本和无限杠杆状况的出现。

一旦该基金出现了无法弥补的亏损，如果不是因为干预、救助计划和格林斯潘的美联储随后对金融体系的出手相助，该基金可能会影响全球金融体系，影响程度可能超过 1 万亿美元，因为 LTCM 的衍生品头寸总额达到 1.25 万亿美元，这相当于当时美国政府的整个年度预算。

尽管该基金发生了惊动一时的倒闭，当时的观点认为，仅仅基于这次失例而断定在未来为这种类型的投资决策使用复杂的金融建模是不合理的。诺贝尔经济学奖获得者、MM 定理（Modigliani–Miller theorem）的创始人之一默顿 • 米勒（Merton Miller）是这样评论这一事件的："问题是……LTCM 的灾难是否只是一个单独的、孤立的事件，一幅糟糕的写意画；或者这场灾难是否为布莱克—斯克尔斯期权定价公式本身及其可能带来的认为所有市场参与者可以同时对冲所有风险的幻觉的必然结果。"也许不只是该公式创造了每个人都能够同时实现对冲的幻觉，而且认为每个人都有可能同时被对冲的想法本身就是一种幻觉。尼古拉斯 • 邓巴在报告中说，罗伯特 • 默顿回避讨论他的理论是怎样被测试到毁灭的。

巴菲特对 LTCM 所使用的投资系统中的几乎每一种元素都持否定态度。恰恰是巴菲特不喜欢的这些元素最终导致了这只基金的倒闭。

第一，巴菲特认为 30：1 或者 20：1 的债务 / 股本比都是无法接受的。巴菲特的保险业务对伯克希尔公司产生了杠杆作用，但据分析人士计算，其杠杆水平远没有那么高。我们将在第 6 章中更详细地讨论这个问题。

第二，巴菲特不喜欢多元化。正如我们之前提到过的，在巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看来，投资一家优秀的公司——比如一家平稳运营并产生实际收益的公司——可能比持有分散化程度高的证券投资组合更安全。LTCM 依靠多元化发展，但是期待多元化经营为公司保驾护航却是一个神话。

第三，巴菲特用的是非常简单的数字运算——至多，他会用无风险利率来贴现未来的现金流。通过在他的能力圈内投资、投资对他来说简单且可理解和可预测的公司、对投资目标及其发展史进行深入的研究以及挑选合适的人来经营他的子公司，巴菲特努力将投资风险降到最低。作为新范式的追随者，LTCM 旨在以数学方式并通过证券收益的标准差或波动性来定义风险。罗杰·罗文斯坦在报告中说，该基金把波动率视为风险的“最佳替代品”，并通过追踪其头寸的波动率来监测头寸（证券波动反映了套利机会），单只证券的预期收益和收益波动是根据历史收益的长期均值和收益波动性来进行评估的。相同的原理也被应用于整体的投资组合。不同头寸之间的相关性也被考虑在内。该基金会根据某个头寸对整体投资组合的波动性和收益的影响来增加或降低该头寸的权重。通过增加杠杆，该基金可以提高其使用中的股权的收益率。杠杆对股权收益率绝对规模的更大幅度的提升也意味着该收益更高的绝对变动率或更高的波动率。通过这样使用杠杆，该基金的管理者可以将收益变动率设置为自己喜欢的标准。

该基金也利用波动率的概念直接建立头寸，而不仅仅是对它们进行风险管理。附着于政府债券的长期股票指数看涨期权逐渐受到了散户投资者的欢迎，因为股票市场的运行良好为买入期权提供了上涨空间，同时债券提供了对本金投资的保护。将这些产品卖给散户的零售银行和保险公司实际上是在卖出长期股票指数期权对于这种期权不存在交易所上市的可比合约。当 LTCM 的交易者考察这个市场时，他们感觉当下就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个明显的套利机会。他们可以将这些长期期权卖给零售银行，这些银行可以覆盖它们对散户的风险暴露。LTCM 会持有这些期权的空头头寸，并且扮演银行的再保险人。该基金确信，这些期权被定价过高，并且对冲它们的成本比它们的卖出价低很多。

一场关于股权波动率的赌博就此开始了。该基金非常自信地认为，他们能比其所有人更好地理解股权收益的变动率，而且他们如此大量地出售这些长期股票期权，以至于其他市场参与者开始把该基金描述为“掌管波动率的中央银行”。这些期权在波动率水平仅略高于长期历史平均水平时被出售，而当短期股票波动率达到了前所未有的水平，远远高于长期平均水平，并且交易对手把长期期权重新标到较高水平（几乎是原有价格的数倍）时，这些期权将该基金推向灭亡。一旦期权被重标，担保品必须被公布，而该基金无力提供担保品。没有其他市场参与者愿意将期权卖回给该基金，以便让他们轧平头仓。这场赌博最终成了压垮公司的交易之一。

一般来说，就像再保险对于银行业一样，这些头寸实质上与巴菲特的保险或再保险业务没什么区别。巴菲特也曾置身于几乎完全相同的交易之中：他曾经在出售股权波动率。在第 6 章中，我们会详细谈到他出售长期股票看跌期权。我们将了解到，在为这些看跌期权定价时，他可能运用了一种完全不同的逻辑。在 LTCM 的例子中，出售股权波动率是利用某种消费浪潮获利。银行向普通公众推销产品，使他们产生了对有上涨空间且可以在下跌中保证收益的股权产品的需求。可能出于一些不同的原因，巴菲特出售了他的卖出期权。他也提到，他以比本来可以获得的低价出售这些期权是以他的对手同意不公布抵押品为条件的——这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与 LTCM 的方法截然不同。[①] 尽管他还没有准备好，但他还是被视为了保险业的中央银行。然而，到目前为止，他的判断力使他成功地卖出了与 LTCM 的类似的合约。在该基金的案例中，个人判断被证明是不充分的，而且波动率作为“风险的代言人”也未能保护该公司。

巴菲特对风险的理解（我们将在第 5 章中继续讨论）使他对使用量化方法管理风险来进行投资产生了很大的怀疑。这样的投资使人想起了使用巡航控制系统驾驶汽车，正如施罗德在其著作中所说：“司机可能认为他会一直全神贯注并时刻保持着警觉，但他会发现在道路崎岖、雨天路滑和交通堵塞时，情况会完全不同。”巴菲特认为，可以说该基金未能很好地经营它们的能力圈。

该基金偏离其能力圈的一个例子就是决定在其缺乏知识的与并购相关的套利活动上押注。该基金在两家电信公司的合并上押了大注，而当时与该交易相关的困难正在被媒体广泛讨论，并且分析人士警告称该笔交易可能无法达成。后来，合并没有成功，该基金损失了 3 亿美元。为了公平起见，值得我们特别注意的是，虽然默顿反对改变投资策略，但他的声音被忽略了。

巴菲特的市场模型与默顿的有着根本的不同。巴菲特认为市场上大多数的代理人都缺乏理性，他们像旅鼠（一种有着较高群聚效应的动物）一样，能够集体朝一个或另一个方向冲，每个人都会用大多数人的行为作为自己行为的参照。这种现象的发展途径之一是不同的人有不同的使用信息的方式。他们依赖于相似的模型，这些模型是通过棱镜的范式来评估日常现实的，因此他们经常以同样的方式思考，并且他们的行为最

① 后来巴菲特说，自从引入了强迫公布抵押品的管理机制，他就不再参与要求必须公布抵押品的交易了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

终可能都很相似。这种预设会导致极端结果的出现。为了避免成为像旅鼠一样的人，巴菲特强调见解的独立性。他不属于任何群体。他总是保持着高水平的流动性。他能在其他人卖出时买入，能在股价下跌时继续持有股票，因为他没有来自债权人的压力。

默顿的模式深受理性投资者的拥趸，他们总是打算以一个合理的、不高不低的价格来购买资产。套利保证了公允价格的出现。默顿理论中的市场总是十分开放的，并且总是流动性很好，总是有数量充足的买方和卖方在场，所以小规模的交易不会有很大的波动。正如尼古拉斯·邓巴所说："默顿的咒语是'假设市场是持续的和无摩擦的'。"

在默顿的模式下，超额回报是如何产生的呢？即便理性的市场也会犯错。理性的市场每一刻都通过评估证券将产生的预期贴现现金流来评估其"公允"价值的。如果我们假定市场参与者都能够平等地获得信息，那么那些在任何特定时点创造了最先进的技术模型（即最精准反映现实的模型）的代理人将会获得超额回报。

实际上，默顿认为市场还是缺乏效率的。极大规模地开发套利机会的目的是迫使市场变得更有效。他不同意"市场会受打击"这样的见解。他认为旧的机构关系能被战胜。然而，该基金在成立和运营时会严重地依赖这些机构关系。其他银行结算该基金的交易，并为这些基金提供资金；那些可以被战胜的关系则被充分利用，以保证交易不被打折或者获得有利的信用额度。当市场不再没有摩擦时，这些关系会背叛该基金，因为对抗弱者是市场的本性，就像罗杰·罗文斯坦所描述的那样，这不是为了攻击弱者，而是为了自救。LTCM 没有促进市场效率的提高，反而由于过度增长而成为了市场本身，从而破坏了现有的效率。从定义上讲，单一代理人市场或许不可能有效率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

LTCM 用历史数据来协助交易者作出判断。这引入了一个理念：未来会和过去一样。格雷厄姆早已阐述了这种假设隐藏的危险："在华尔街，没有什么重要的事能与其过去发生时完全一样地发生。" 1990 年，巴菲特发现，金融业必须谨防以往表现的"保证"。他说："如果历史书是打开财富大门的钥匙，那么福布斯 400 富豪榜的榜单上将全是图书管理员。"研究平均历史收益和波动与通过阅读旧报纸感受大萧条时期的市场，或者与研究某家公司所有的年报，在方法上是不同的。

这种新范例的模型往往假设回报是正态分布的。在现实中，回报通常几乎是正态分布的——回报的分布是一种正态分布——就像钟形曲线一样，但它有条"肥"尾巴。我们明显会更加频繁地遇到极端波动。现在我们清楚地知道，当市场参与者突然以同步的方式开始行动，特定回报发生的频率就会受到影响。市场参与者的个体行为是不能被视为彼此独立的。当市场平稳时，基于正态分布的模型可以准确地描述市场，但是在市场出现危机时，这种描述却是非常不准确的。因为该模型低估了极端事件发生的概率，从而夸大了债务股权比率的"安全"水平。本华 • 曼德博（Benoit Mandelbrot）早在 20 世纪 60 年代就率先指出，在金融模型中使用回报的正态分布是错误的。他和理查德 • 哈德森（Richard Hudson）在他们的著作《市场的（错误）行为：金融动荡的分形观点》【*The*（*Mis*）*behavior of Markets: A Fractal View of Financial Turbulence*】中深入地阐述了使用正态分布所隐藏的问题。书中还介绍了曼德博的理论，并反驳了有效市场假说。

曼德博解释说，那些假设收益率呈正态分布的模型为经常发生的大幅市场波动赋予了非常低的概率。例如，1998 年 8 月 31 日，道琼斯工业指数在一天内下跌了 6.8%，这个概率约为二千万分之一，而接连发生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三次类似波动（8 月 4 日 3.5%，三周之后的 4.4%）的概率是五千亿分之一。“无疑，8 月份是个极其不走运的月份，这是一个特殊事件，是无人能够预见的不可抗力。”曼德博嘲讽地说。前一年，市场曾在一天之内跌了 7.7%，而这类事件发生的概率是五百亿分之一。2003 年 7 月，市场在几天内发生了三次急剧波动，而该事件发生的概率是四万亿分之一。根据标准模型，在 1987 年 10 月 19 日，市场下跌了 29.2%，其发生概率小于十万亿分之一。巴菲特有他自己的看法：“在股市中，什么事情都有可能发生，你应该处理好自己的事务，力求在最离奇的事件发生之时，你仍能够生存下来。”早在 1988 年，他便做此评论。

对于 LTCM 的合伙人使用正态分布，但并不重视那些与模型相关的挑战的这一猜想或许是不合理的。尼古拉斯 • 邓巴观察到，在实践中，该公司可能尝试了借助其他假设来测试投资组合，他说“LTCM 的合伙人都非常有经验，不至于去假设正态分布是对公司每日或每月收益的精准描述。”在内部会议中，他们讨论了市场“怪物”的故事，进行了压力测试，测试显示在最糟糕的情境下，基金亏损不会高于其价值的 50%。然而，这种令人不悦的可能性却从未被认真对待过。

罗文斯坦在 2002 年曾说：“默顿的理论如此引人注意并不是因为该理论多半是错的，而是因为它们几乎总是正确的。但是在精确的典雅之下，所有这些 β 和 σ 之下都有‘流沙’。”巴菲特是如此形容LTCM的倒闭的。在他看来，这是一件追求大致正确而非精确错误之事。简单、可能不太精确但是概念正确的一般方法要比特别深奥复杂、缺乏个人判断和有明显错误的概念框架更好。在谈及 LTCM 的方法时，纳西姆 • 塔勒布对巴菲特的观点表示认同：“我追求的是大致正确而非精确的错误。理论中的精致往往是缺陷的象征——它使你为了精致而寻找精致。”从另一方面说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还有一个需要考虑的重要因素，那就是默顿的理念是由其同事在现实世界中付诸实践的，他们使用默顿的框架帮助自己做出决策。该基金的合伙人们将自己的个性和私人经历引入了默顿的理论世界中。如果默顿独自（或者与斯克尔斯一起）来做所有的投资决策会发生什么，我们无从得知。毕竟，即使他对无限利用杠杆有着梦想，就如罗杰•罗文斯坦所说，他反对把该基金认为的额外资本返还给投资者，即使在危机爆发的几个月前意识到可能不再有有利可图的交易，该基金也不愿稀释它现存头寸的股本回报。

通过他的模型，默顿立志勇敢地去创造一个最终完美的市场，这个市场会以经久不衰的效率高效运行，每一种资产的价格都能被准确知道，并且套利行为强化了公允的价格、流动性和连贯性。一种想要创造完美世界的尝试能否成功是不可能实时知道的。即使是纳西姆•塔勒布这位首先在概念上质疑某些策略（他认为这些策略没有考虑黑天鹅因素）的人，也没能够在 LTCM 开始运营之时就意识到公司的真正弱点。1998 年 4 月，尼古拉斯•邓巴采访了塔勒布，他声称塔勒布赞赏默顿的观点。塔勒布似乎认为，布莱克—斯克尔斯期权定价模型被广为接受的原因是在现实世界中正在发生的一种“转变”。这种转变就是现实正在允许该模型的假设成为现实，并且更贴近实际，就好像默顿已经预感到了现实世界的变化。默顿认为，随着市场变得更加有效，该连续时间模型会不断地变得更加精确。正如默顿所说：“现实终将模仿理论。”当然，在后见之明带来的智慧下，你可能会问：“现实真的在改变它自己的形态吗？”可能只是游戏的所有参与者决定采用同样的规则，而且这种采纳本身就创造了一个现实的小愿景，然而一种来自更广阔世界的自然经济力量出面了（一个遥远的国家发生了债务违约，并且这种趋势将会蔓延），而新创造的小愿景将会瓦解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据观察，在该基金的愿景中存在着一定的矛盾。LTCM 打算保守地行事，不想下任何方向性的赌注，但是通过押注欧洲利率趋同，LTCM 最终在欧洲一体化的成功上押注。当一切按照他们的预期发展时，他们抓住了契机。本质上，这是一个方向性的赌注。为了保守起见，该基金不愿明确赌利率，而是以相互抵销的配对建立头寸，这种方法看似在思维方式上与巴菲特的相似，巴菲特发现这样试图预测利率是毫无意义的。在 LTCM 的案例中，保守是一种错觉。也许我们可能会说，观察事物本质的能力正是他们与巴菲特的真正区别所在。

尽管巴菲特钟爱那些简单、可预测前景的公司，但是当 LTCM 的管理层准备宣布该基金的失败时，巴菲特却试图买入可以被称为该基金残余资产的资产。具有讽刺意味的是，LTCM 也设法卖空伯克希尔公司的股票，可能是因为合伙人们认为其股价相对于该集团中其他公司的价值被高估了。[①] 虽然有不同版本的故事，但可能是巴菲特收购该管理公司的出价被拒绝，因为他要求解雇其所有的管理者，包括梅里韦瑟。巴菲特不愿意留下梅里韦瑟不仅是因为梅利韦瑟曾两次导致他管理的公司破产，还可能是因为巴菲特觉得自己的名声可能会因为与这样一个人合作而受到影响，当初在所罗门公司的交易上，巴菲特就已经不得不面对梅里韦瑟的工作后果。巴菲特认为，这笔没有实现的交易是他生命中错过的一个伟大的机会。也许他相信在债券的价差间套利的这种理念，但他认为这种策略需要被更仔细地执行。据一些消息来源显示，巴菲特投资了在百慕大注册的基金——西部资本（West Capital），该基金遵循与 LTCM 相同的投资理念，在 1998 年只亏损了 10%。

① 市场后来的发展证明，长期资本管理公司可能是对的（伯克希尔公司 1998 年的股价顶峰一直到 2003 年秋天才被超越）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尼古拉斯·邓巴说，巴菲特未能按照他的条款购买LTCM的残余资产，仅仅是因为金融监管部门赶去救助该基金，并且他们不打算解雇梅利韦瑟。当然，梅利韦瑟知道他有一个选择，那就是保留他的位置的选择。如果政府没有干预的话，巴菲特与默顿之间那场关于谁的市场模型能更准确地反映现实的比赛将会以巴菲特获胜结束。这场比赛是淘汰赛，不是简单地计分而已。

沃伦·巴菲特和彼得·林奇

以合理的价格购买一家好公司要比以好价格购买一家普通公司好得多。

沃伦·巴菲特

林奇说过："真正的天才太迷恋理论，他们永远被股票的真实行为背叛，其实股票的真实行为比他们想象的要简单很多。"也许他指的正是LTCM（他是在2000年出版的一本书中这样说的，而LTCM的倒闭发生在1998年）。巴菲特和林奇都认为股票的行为是简单的。林奇不仅是价值投资法的追随者，而且他的投资原则的细节也常常与巴菲特不谋而合。

在林奇管理富达麦哲伦基金期间（1977年至1990年），其资产，包括新基金流入，从1 800万美元增长到140亿美元。同一时期，该共同基金的基金单位价格上涨了大约20倍，平均年增长率达到了约29.2%。同一时期，伯克希尔的资产价值增长了30倍，平均年增长率为30.1%，股价上涨了78倍，或者说年增长35.5%。同期标准普尔指数大约增长了6倍，或者说年增长14.9%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林奇在麦哲伦基金任职期间，富达麦哲伦基金是美国最成功的基金。在基金规模变大之后，尽管管理一只“大基金”要复杂得多，林奇还是实现了高额回报。对林奇持批评态度的人说，麦哲伦就像罗马帝国一样，它已经变得太大以至于很难获得成功了，因为一只持有 900 只股票的基金没有机会跑赢市场平均值，因为它自己就是市场平均值，而且林奇还因为管理着全球最大的指数基金而备受苛责。

尽管林奇有着优异的投资业绩，但要把这些成果与巴菲特的比较也不太可能，因为林奇实现如此回报的时间短得多，即 13 年，而且还都是在牛市时。1990 年 5 月，林奇在大牛市崩溃之前（1987 年的回调之后，市场很快恢复）辞去了麦哲伦基金的经理一职。所以，林奇会在停滞不前或者下跌的市场中有怎样的表现也就只能靠猜测了。另一方面，林奇所在机构的框架要比巴菲特的更严格。这样看来，巴菲特在同一时期能够取得类似的成业绩是非常不简单的。

巴菲特也曾在 1969 年离开了市场，那时他认为所有资产的价格都被高估了，并且没有投资机会。他清算了所有投资（后来证明，那时是市场的高点），并且把资金还给了投资者，所以没有实现的回报变成了现实。这也是公司转型的恰当时机。该基金解散的时候，巴菲特管理着 1.04 亿美元，相当于现在的 6.4 亿美元。林奇认为，巴菲特职业生涯中的这一步是他成为最伟大的投资者的关键一步，投资伯克希尔哈撒韦使巴菲特成为了优秀的投资人。使巴菲特成为有史以来最伟大的投资者的原因就是他在认为股市整体价格过高的特定时期卖掉了一切，并把所有钱还给他的合伙人，这些合伙人都获得了可观的利润。林奇说：“自愿把别人愿意让你继续管理的钱返还给他们，这在金融史上是独一无二的。”

巴菲特和林奇对股票投资的理解很相似。巴菲特没有把股票视为投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机工具，也不认为股票是可以用来打赌的东西，而是对公司的一部分求偿权。林奇也这样认为，他说："成功投资的秘诀之一是关注公司，而不是股票。股价是你能跟踪到的最没用的信息，但它却被人们最广泛地跟踪。股票比以前便宜，但这不是购买它的理由，同样，股票变贵了也不是卖出它的理由。如果因为一只股票的价格最近涨了一倍、两倍甚至三倍而拒绝它，你可能犯了大错。"

林奇会检查他所投资的公司的业务质量，因为最终优秀的公司会成功，表现平平的公司会失败，投资者会得到相应的回报。像巴菲特一样，林奇竭力寻找那些有坚实基础面的公司，或者有垄断或准垄断地位的公司。他寻找"珍珠"，并且更看重质量而不是价格，他说："当某个行业中的最优质公司被廉价出售时，购买它往往是值得的。与此相反，一家不太好的竞争对手可能被以较低的价格出售，购买公司尽管售价较低，它也是不值得的。"

巴菲特喜欢在行业中寻找杰出的公司，林奇却愿意在不那么景气的行业中收购杰出的公司。他将这些公司称为"沙漠里的花朵"。林奇建议，要学会等待，等到大多数人认为某个具体的行业的情况已经由坏转好了，这时再去购买该行业中那些实力最强的公司的股票【这与巴菲特购买佳斯迈威（Johns Manville）时的行动相似，我们将在第 10 章中讨论】。

林奇会仔细审视那些前景不佳的行业，目的是找到有垄断地位的公司。他说："在不景气的行业中，就算有增长，这种增长也是非常缓慢的，弱的公司会被淘汰，能够生存下来的公司会占据更大的市场份额。一家可以在不景气的市场中占有越来越大的份额的公司，要远远强于在欣欣向荣的市场中竭力保护逐渐缩小的份额的公司，并且对于那些不景

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

气行业中的幸存者来说，一旦它们的竞争对手消失了，它们很快就能恢复元气。”林奇认为，全面控制比竞争更有助于公司的发展。

至于便宜的股票，林奇发现便宜的股票总能够更便宜，这一观点与巴菲特的又很相似。一只股票的价格可以降至零，股价的下跌不能成为你购买它的理由。然而，相对于低价，林奇更喜欢高增长率。他宁愿投资年增长率为 30%，但交易价格达到了公司利润的 40 倍的美体小铺（the Body Shop）[①]，也不愿投资年增长率仅 15%、但交易价格达到公司利润 30 倍的可口可乐。林奇相信，较高增长率的公司会跑赢较低增长率的公司，即使前者的市盈率比后者要高。

巴菲特或许基本上会同意“当其他情况都相同时，买入一家价格为收益的 20 倍且增长率为 20% 的公司，要比买入一家价格为收益的 10 倍且增长率为 10% 的公司好很多”这样的观点，但他不太可能在 40 倍市盈率时买入美体小铺的股票，而且据我所知，他从来没有在这种价格水平上买过任何股票。林奇也认为，那些想以下一年收益的 40 倍的价格出售的成长股被定价过高，这是很危险的——而且在大多数情况下，这个价格太离谱。根据经验，股票应该以等于或低于其收益增长率的价格出售。即使是最快速增长的公司都很难达到高于 25% 的增长率。40% 的增长率是非常罕见的，这样迅猛的增长无法持续很长时间，而且增长太快的公司容易自我毁灭。

在某些时期，以低价收购公司是有可能的：排在林奇股票清单上的那十只股票，它们 1978 年的市盈率在 4 至 6 倍之间；1979 年，市盈率在 3 至 5 倍之间。林奇认为，当以这样的价格购买股票时，选股者很难失手。

① 林奇在其 1994 年出版的书中谈到过这个。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林奇也喜欢简单的公司。有人说，巴菲特是从林奇那里借用了那句著名的格言——“我喜欢买那些傻瓜都能经营的公司”。与巴菲特一样，麦哲伦的前任经理也对那些需要优秀管理层的公司持保留意见：“如果让我在两家公司中做出选择，其中一家公司的管理能力良好，且身处高竞争性和复杂的行业，另一家公司的管理能力中等，但身处简单行业且没有竞争者，我会选择后者。”

林奇也相信，投资者只买他们能够了解的资产这一点很重要。人必须在自己的能力圈范围内行动。林奇发现，“买你懂的东西”是一个非常有效的策略。

林奇和巴菲特都喜欢投资那些不依赖资本投资的公司。与巴菲特相似，林奇对那些需要通过持续资本强化来保持地位的行业持保留意见：持续的资本投资已经削弱了很多主要制造商——比如，一家钢铁公司可能有 10 亿美元的营业额，但是成本基数是 9.5 亿美元。

相比周期性股票、转型股和高科技股，林奇更喜欢消费类股票。在观察了不同行业的起起落落后，林奇得出了这样的结论：你可以在周期性股票和低估值公司获得 5 倍于你投资的回报（假设你一帆风顺），但你会在零售业和餐饮业获得更高的回报。它们与高科技公司发展得一样快，但风险通常会低一些。林奇认为：“当竞争者推出一款更好的产品时，一家计算机公司可能会一夜之间失去一半的价值，但是当有人在俄亥俄州开了一家大型的甜甜圈店时，新英格兰的甜甜圈连锁店的生意却不会受影响。竞争者的出现可能需要十年时间，投资者可以看到它的到来。”并且他感觉高科技生意很难理解，因此不值得信任，所以像巴菲特一样，林奇会避免投资那些高科技公司。他们两位都会避开知名的公司，比如微软。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1997 年，巴菲特在写给微软管理层的信中建议对他投资该公司的提议作出了回应，他说他更喜欢把投资当作一场没有好球区域的棒球比赛。2011 年，在 CNBC 电视频道对他的访谈中，巴菲特解释说，他之所以没有投资微软公司是因为他和比尔·盖茨的友谊。在这次访谈中，他解释了为什么他在 2011 年以 107 亿美元购买了 IBM 公司的大量股份。尽管巴菲特没有投资科技类公司，但他仍然在 50 多年中一直跟踪 IBM 的发展情况，并阅读它的年报。他得出的结论是，IBM 更像是一家服务类公司，而不是一家 IT 公司，因为它能够帮助 IT 部门更好地做好工作。我们不知道假如林奇还在管理他的基金的话，他会做什么。

林奇解释了他对周期股不感兴趣的原因。他认为，在投资这类公司时，要想获得成功，就必须了解这个行业的运行和发展节奏，就好像一位跟踪铜管价格的管道工在菲尔普斯·道奇公司（Phelps Dodge）[①] 挣到钱的可能性，要比一位买入该公司股票却只因为它“看起来便宜”的 MBA 要大。

考虑到巴菲特和林奇都认为宏观经济环境是不可预测的，所以也许他们不喜欢周期股是因为它依赖于宏观经济条件。林奇发现没有人可以预测利率、未来经济的走向和股市，所以有必要抛开所有此类预测，集中关注所投资的公司现在正在发生什么。巴菲特也坚持这样。有一次，一位经纪人问巴菲特对利率的预测，巴菲特用玩笑回应了他。巴菲特说，他知道只有两个人懂利率，但是他们却持相反的观点。巴菲特认为宏观经济指数不仅是不可预测的，而且还打了一场“加时赛”。“即使美联储前主席艾伦·格林斯潘悄悄告诉我未来两年他的货币政策是什么，这也不会改变我所做之事。”巴菲特曾这样承认。

① 一家美国矿业公司，是世界上最大的铜生产商之一。它于 2007 年被收购。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林奇和巴菲特一样，拒绝投资那些许诺了很多却因为太年轻而没有任何成就的公司。林奇要找到能够证明过往成绩的历史记录。林奇奉劝非职业投资者不要相信那些对未来的美好承诺："如果他们现在没有准备好，那就不要投资他们。"

因为使用了基本面的方法，林奇得出了与巴菲特类似的投资组合结构。比如，林奇在麦哲伦公司1978年的年报中写道，他已经减少了在汽车、航空航天、铁路、公共事业、化工、电子和能源等行业的持股，增加了在金融机构、保险、租赁、广播、娱乐和消费品股票上的头寸。这些行业也都可以在伯克希尔公司的投资组合中找到。与巴菲特一样，在储贷危机时，林奇在金融领域投入了大量的资本：在1983年4月新购买的83只股票中，39只是银行或储贷机构的股票。

林奇精心选择的公司常常与巴菲特的选择一样。例如，有相当长一段时期，林奇持有房利美（Federal National Mortgage Association，Fannie Mae）大量的股份，这项投资为他赚了十多亿美元。1977年，他首次购买了它的股票，后来他增加了头寸。1989年，他注意到巴菲特也购买了其大量股份。1992年，林奇发现了肖氏工业（Shaw Industries），它是美国主要的地毯生产商之一。林奇说，关于公司前景（肖氏工业的管理层认为到20世纪末，三家或四家公司将垄断世界范围内的地毯生产行业），肖氏工业的竞争者担心的是将来会有一家生产商垄断行业，而不是三家或四家，而且他们知道那会是谁。2000年，巴菲特收购了肖氏工业。

在市场择时上，林奇和巴菲特的观点也很一致。林奇不相信市场预测，但相信要购买优秀公司——尤其是那些价值被低估及/或不被充分重视的公司。林奇说："人的某些心理让他们很难把握好股市时机。草率的投资者会一直被三种情绪困扰——担心、自满和气馁。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林奇不赞成市场择时的原因有两点：首先，等待市场下跌的同时可能会错过有良好发展前景的公司的增长［在市场不好的时候，他最钟爱的几只“十倍股（ten-bagger）”都出现了较大的波动］；第二，赶时髦可能会导致投资者在选择投资目标时犯下严重错误。20 世纪 80 年代初期，市场上的航空股看涨，但是投资美国人民捷运航空公司（People Express）[①] 或者泛美航空公司（Pan Am）都不赚钱。正如我们之提到的，巴菲特发现，当没有在合适价格的合适投资时，市场就已经被高估了。林奇也这样认为：“没有理由去担心被高估的市场。“确定市场何时被高估的方法就是，你找不到一家价格合理的公司或者满足你投资标准的公司来投资。”

当然，他们两人都偏爱正在下跌的市场。虽然高价可以让华尔街欢呼，但是林奇看到 300 点下跌会更高兴，因为那会产生更多的廉价股，是真正选股者的“圣杯”。在市场大跌时，损失 10%~30% 的净值无关紧要。林奇没有把回调看作灾难，而是以低价加入投资组合的机会。这就是财富是如何随着时间的推移而被创造的原因。

林奇和巴菲特喜欢在别人对某家公司暂时困难而感到失望的时候去投资——比如，某个季度的利润很低——当然，如果这种情况只是暂时的话。这时，如果公司的基本面没有变化的话，股价就可能会下跌。Sunbelt Nursery 是一家销售园艺植物的连锁公司，某季度的一连串自然灾害（比如亚利桑那州的早霜和得克萨斯的多雨天气）导致其当季利润很差，其市场价值损失大半，林奇选择在那时投资了该公司，他说：“对那些有胆量多买的投资者来说，这可是件大好事！”

① 这家航空公司购买了一个农场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林奇不会花时间去关注大多数人的意见。当谈到这个原则的重要性时，他提起了巴菲特：依赖金融信息提供者的职业投资人是无法抓住重点的。他们本应把更多的时间花在市场中，可他们却在关注其他职业投资人正在做什么。如果关于公司的基本功课都没有做，那么一堆软件就一文不值。“相信我，沃伦·巴菲特不会用这些东西的，”林奇说，“要成为成功的投资人，你不必赶时髦。”林奇建议避开众人追捧的股票：“如果我选择回避某只股票，那它一定是最热门行业中最热门的一只股票，众人皆知——每位投资者在乘车上下班时都听说过的股票——并且碍于舆论压力，他们往往会买这只股票。”他给非职业投资人也提出了同样的建议：“‘笨’钱之所以‘笨’是因为它对‘聪明’的钱言听计从。”

“不确定性是两类投资者的朋友，”林奇说，“对于那些能够接受不确定性的投资者来说，投资股票的最大优势是在决策正确时能得到超额回报。”林奇与巴菲特对风险的认识是一致的。林奇发现大赢家不是来自于那些所谓的高风险类别，他说：“风险与投资者的关系比其与类别的关系要紧密。”林奇指的是与巴菲特相同的观点——风险是投资者的研究不够深刻的结果。

林奇同意巴菲特有关投资期限的观点。既然投资不是投机，长期持有投资就很重要。在林奇的投资组合中，典型的大赢家是需要 3 年 ~10 年或者更长时间才实现回报的。林奇认识到，很多他只持有了几个月的股票本应该持有更长的时间。他说：“这并不意味着无条件的忠诚，而是要坚持持有那些越来越有吸引力的公司。”

虽然林奇建议长期持有股票，但是他说的“长期”可能指的是几个月，而巴菲特的长期则意味着永远。如果巴菲特投资的公司只是暂时遇到困难，他不会卖出股票。而且，他收购了某些上市公司的大量股份，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要想在不迫使这些公司明显提高股价的情况下盘整可能不是特别容易。从这个立场看，先卖出再回购可能并不值得。此外，与林奇不同，巴菲特有整体收购公司的能力，尽管很难遇到好公司。

与巴菲特一样，林奇认为，在选择投资时过分强调股票的流动性时不可取的。这种态度是可以理解的，因为林奇打算长期持有股票，并且不要把投资视为投机。林奇说，基金经理如果太关注流动性就会把自己限制住，因为他们只去关注 1% 的上市公司，而忽视了那些非常优秀的小公司，只是因为这些小公司的股票的流动性稍差，尽管公司的长期表现可能会很好。林奇认为其他投资者过于关注找到那些他们可以轻易进出的股票，以至于他们没有充分研究这些股票是否值得投资。他说："股票就像浪漫的爱情，离婚容易并不是良好承诺的基础。如果一家公司注定失败，那么无论它的流动性多好，基金经理还是会在这只股票上亏损；如果公司是赢家，基金经理可以获利平仓。"

林奇与巴菲特的一个重要的不同之处在于他们的投资组合中的股票数量。这并不是因为他们在概念上存在分歧。这两位投资者对风险有着相似的理解，他们都将投资视为寻找稀有珍珠的过程，所以他们对分散投资的态度也类似。不过，林奇的投资组合中有几百家公司。在林奇的一本书中，他提到了在某次旅行时发生的一件事，当时恰逢市场经历了特别狂热的一周。那时他正在约塞米蒂国家公园（Yosemite National Park），那里与他的办公室相距甚远，所以他只能站在山上的电话亭里向操盘手发出指令。两个小时过去了，他才从公司列表中的字母 A 说到 L。也许林奇持有如此多元化的投资组合不是为了实现分散投资的目的，而是因为他喜欢投资中小规模的公司。作为共同基金的基金经理，他可能无法买入中小公司股票（所以他不得不买入大量公司的股票，而不是买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入少数公司的所有股票），而且在不改变股价的情况下买入大量股份也可能很难做到。在市场动荡时期，这种股票也特别难交易。

一旦有机会，林奇也会努力克服与共同基金架构相关的代理问题。林奇认为，那些关心职业风险的投资组合经理往往倾向于可接受的投资项目，比如 IBM，他们会回避像 Seven Oaks 这样标新立异的公司，因为倘若 Seven Oaks 倒闭了，林奇说："那个建议将它列入投资组合的人会受到责备，但如果 IBM 倒闭了，人们会归咎于 IBM 自身，因为'它令华尔街失望'。"分析师们自然会养成一种可以帮助他们逃避责任的心态。为了避免损坏自己的名誉，他们不会推荐一些有趣但还不知名的公司，而是建议他们的雇主去投资一些像 IBM 这样的知名公司。这样，即使基金经理最后表现不佳，他们也不会受到责备。忠实是一种不同的文化。基金经理会秉持自己的研究观点，并为自己的表现负责。20 世纪 60 年代，巴菲特公开评论过这种行业现象："对于很多人来说，循规蹈矩与保守主义是一回事。"在他看来，这是错误的想法。从本质上说，循规蹈矩与标新立异都不是保守。

不过，林奇的投资能力常常会受到其他外部因素的限制。巴菲特完全控制他的投资基金，而林奇是开放式基金的管理者，该基金的任何持有人都可以随时把他的钱赎回，这会迫使林奇在不恰当的时候卖出。巴菲特坚持在伯克希尔公司股价升至高位时不拆分其股票，即使高股价会使小投资者离场。在林奇的客户中，小规模投资者可能占相当大的比例。较大的投资者通常会采取比较长期的方法，而且有长期视野的投资人（这可能也意味着这位投资人比较富有）也可能会更加可靠，因此他们不会像小投资者那样受到股价波动的较大影响。有长期视野的投资者可能在选择投资时会有他自己的观点，如果他认为某项投资没有发展的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机会，或许就不太愿意出售。小投资者也许更需要得到意外之财，并且不太能忍受暂时的损失。

1987 年，在市场大幅回调期间，如著名的黑色星期一期间，林奇的基金受到了重创，基金持有人接连要求林奇把钱还给他们，他被迫出售了投资组合的一部分。他按照字母顺序向操盘手发出了卖出指令：一位操盘手卖出以字母 A 到 D 开头的股票，另一位操盘手卖出以字母 E 到 L 开头的股票，以此类推。在他本来更愿意做买家的时候，他不得不做个卖家。对此，林奇说："从这个意义上说，基金持有人在基金的成败中起到了主要的作用。"因为如果他们在动荡的局势下不动摇、不恐慌，就没有必要为了还他们钱而以不利的价格清算。如果该基金的某些部分尚未被投资，这些出售就可以避免；然而，管理共同基金的规则不允许他这样做。林奇不得不在市场被过高估值时也让基金保持充分投资状态，1987 年 10 月市场出现暴跌之前的情况就是如此。对巴菲特来说，基金的法律架构更有助于成功，因为巴菲特被迫卖出投资来满足投资者要求的情况根本就不可能发生。沃尔特 • 施洛斯说，巴菲特的优势就是他不害怕市场的下跌。

另一方面，1986 年美国的税务改革规定，如果公司的资本利得来自于卖出公司投资组合中的任何证券，那么该资本利得就应该纳税，但共同基金的资本利得不用纳税。如果投资业务构成了一家公司，那么公司要承担两个层面的资本利得税——当公司卖出其投资组合中的股票时，以及公司的投资者卖出他持有该公司的股票时。尽管如此，巴菲特还是保留了伯克希尔的上市公司地位。也许伯克希尔的特殊法律架构与长期视野有关。对从事投资的公司来说，这很不寻常。我们已经在第 3 章中介绍过长期视野这一投资原则了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★★★

通过比较巴菲特、默顿（或者 LTCM）和林奇，我们了解到，投资者的基础理论立场及其对金融市场中的组织的观点是投资者成功的关键因素，这些都关乎策略的存亡。我们已经讨论了巴菲特的一些观点，现在我们将详细讨论他在公司金融的中心问题上的观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章

The Warren Buffett Philosophy of Investment:

How a Combination of Value Investing and Smart Acquisitions Drives Extraordinary Success

巴菲特关于金融理论和公司金融的概述

伯克希尔哈撒韦教会人们正确的思维方式。

查理·芒格

投资理论（金融市场的有效性和合理性、风险、不确定性以及投资组合多元化）

市场只不过是一个参照物，让人们看谁会做傻事。

沃伦·巴菲特

查理·芒格说："我的朋友沃伦·巴菲特和我进入商业领域去寻找不合理性的巨大、可预测的模式。显然，这些不合理性对我们计划要做的事情很重要，但是我们的教授却从未提到过它们。"商学院会告诉学生，市场是理性的。如果市场是理性的，这意味着市场里充斥着理性的投资人，他们能精准地为资产估值，并且能对未来作出准确的预测，估价的时机也能被他们准确地预测出来。在巴菲特看来，正是因为人们广泛地认为市场是理性的，所以才会有一批成就斐然的伟大的投资者。比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如他的朋友兼前同事沃尔特·施洛斯，他是 WJS 有限合伙（WJS Limited Partners）基金的管理人。施洛斯去世后，巴菲特在谈起他曾说："成千上万的学生在步入社会时相信，每天每只股票的股价都是'正确的'……并且他们想要为公司——即股票——估值，可这是徒劳的。他们受到了错误的引导，从而让沃尔特的工作变得很容易，而且他跑赢了市场。毕竟，如果你在海运行业，那么对你所有的潜在竞争对象说地球是平的，这会对你有好处。"

巴菲特也发表过对于市场有效性这一概念的观点："有效市场假说的支持者看到了市场经常是有效的，于是他们就错误地得出了'市场总是有效的'这一结论。这些主张的差别就像白天与黑夜。"

有效性和合理性的概念是相互联系的。市场有效性暗示着所有可以获得的信息都会实时反映到价格上。"所有信息"的意义依赖于有效性的形式。一个有效的市场不一定是合理的，因为价格中可能融入了全部信息，但这些信息可能是不正确的。一个合理的市场总是有效的，因为根据定义，理性预期的概念包括将全部可得信息实时和准确地融入价格。

巴菲特在从众行为中为不合理性找到了合理的解释。"每当某个领域变得流行，一些公司就会蜂拥而入。大约五年以后，他们会舔着自己的伤口逐渐撤出。这种做法显示出人的本性。人们也是这样对待它们的股票的。"巴菲特讲了一个从本杰明·格雷厄姆那里听到的寓言。

一位石油商人死后想进天堂，当他来到天堂后却发现所有为采油者预留的位置都被占了，于是他大喊一声："地狱里发现石油了！"很多企业家冲向了地狱，于是天堂里腾出了大量的位置。这位商人没有舒服地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坐下，而是跟着人群走了。“你去哪儿？”圣·彼得（St. Peter）问他。石油商停顿了一下，然后说：“我想我要跟着其他人，毕竟谣言中的有些内容可能是真的吧。”

谈到市场的不合理性，巴菲特借用了其老师格雷厄姆的比喻——“市场先生（Mr. Market）虽然是一个特别包容的家伙，却有着难以治愈的情绪问题”。他是某家私营公司的投资合伙人，他每天出现，并为他将要买入的投资权益或者卖给投资者的权益报价。当市场先生愉快的时候，他只能看到影响公司的有利因素。他会给出高价，因为他害怕他的合伙人抢走他的利益，抢走他即将到手的所得。当市场先生情绪不好的时候，他会认为未来除了麻烦，公司和整个世界再没有别的什么了，他会给出非常低的价格，因为他担心投资者权益可能回售给他。即使这是一家经济情况稳定的公司，这种情况也会发生。

由于市场先生不在乎被人忽视，并且他每天都会给出新的报价，所以他的行为越是疯狂，对于投资者就越有利。巴菲特提醒他的读者：“市场先生应该为投资者服务，但不是指导他们。有用的是市场先生的钱包，而不是他的智慧。如果市场先生某一天特别愚蠢，投资者就可以利用他，但绝不能受他的影响。如果有些人不确定自己是否能够比市场先生更好地为自己的公司估值，那么他就不适合这个游戏。就像他们在扑克游戏时说的那样，如果你玩了 30 分钟还不知道谁容易被骗，那么你就是那个容易被骗的人。”

巴菲特用来描述市场的另一个有趣的比喻就是“投票机”：“短期来看，市场是一个投票机。长期来看，它是称重机。”这个比喻也是借自格雷厄姆。只有在长期视野，市场才会准确地为资产估值（确定其真正的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“重量”)。从短期来看，市场将为不同的股票（相对于其他股票）定价，就好像是一场选举，胜者是获得最多投票的人。投票过程非常不民主，选民不必接受文化考试。不幸的是，就投票资格而言，根本没有文化考试。

既然市场是不理性的，那么对于市场短期表现的预测，即使是有可能的，也会是非常困难的。所以，人们不应该去预测。但重要的是，因为市场有时是理性的，有时是不理性的，迟早有一天每种资产都会被公允地估值。相应地，寻找那些被市场错误定价的资产并期待它们在长期内被合理地重新估值，这是一种有意义的行为。

除了在市场合理性的理解上与传统的金融专家的观点相异，巴菲特对风险的理解也与他们不同。根据有效市场假说，任何影响股票价值的新信息都会立刻反映到该股的股价上，所以股价的波动性反映的就是相关可得信息的变化：新的预测越频繁、越引人注目，股价就越会有强烈的变化。

投资者会对与证券相关的信息流的波动情况做出预测，然后再以这个预测为基础来判断一只有价证券的风险是高是低。风险越高，或者可得信息的预测变化越大，投资者就要求有越多的回报，因为他们不喜欢风险。风险越高，投资者在对证券进行估值时就会使用越高的贴现率。较高的贴现率不但会导致证券的较低现值，还会导致按相对价值（如股息率）计算的更高的潜在收入。总之，风险的定义旨在反映投资者面对的信息的不确定性。[①]

① 实际上，波动性是按照每日价格回报的标准差计算的。当然也可能计算周、月和年回报的标准差。投资人可以决定他更愿意分析何种回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特对风险的理解有着根本上的不同。对于他来说，风险与波动性无关："我们厌恶风险，但不厌恶波动性。"一位长期投资者打算"永远"持有股票并且在其经济现金流的基础上赚钱，对他来说，他能够接受的观点是正在下跌的股价在三种情况下预示着风险：因为追加保证金，因为投资期限，或者因为他购买股票时没有对该股进行正确的估值，而不得不卖出的时候。这是巴菲特对风险的常识性定义背后的逻辑。风险就是损失的可能性。

巴菲特发现，风险来自于你不知道你在做什么。一位旨在了解自己在做什么、了解自己投资的公司并且在其能力圈内行动的投资者所面临的风险，是完全不同于那些按照常规金融理论框架行事的投资者所面临的风险的。对于巴菲特的投资人来说，风险与他们通过个人判断和精心经营其能力圈来准确地为该公司所产生的的现金流估值的能力有关。我们在前面提到的个人能力圈的范围真的很重要。巴菲特认为，传统金融理论中被描述成风险的东西是完全不重要的。

巴菲特发现，从原则上来说，用单一的统计数据，即股票的 β 值（股票的历史相对波动性）来衡量风险并围绕它来建构"神秘的"投资和资本配置理论是错误的方法。[①] 芒格有相似的观点："人们计算太多而思考太少。"1997 年，当巴菲特在伯克希尔年度股东大会上被要求为股票市场的风险做出定义的时候，他谈到了华盛顿邮报公司的股票在 1973 年的表现。"1973 年我刚买入它时，它几乎跌了 50%，整个公司的估值从 1.7 亿美元下降至 8 000 万美元。因为发生得非常快，该股的 β 值实际上是

① 使用这个方法，人们通过数学优化算法建立投资组合来选股。选择这些股票是要以最小的风险或者最小的组合波动率来产生最大的投资组合回报。这是分散风险的过程。这个方法 1952 年首次由亨利·马科维茨（Henry Markowitz）在其《投资组合的选择》（*Portfolio Selection*）文中提出。纳西姆·塔勒布在《黑天鹅》（*The Black Swan*）一书的第 17 章做了带有强烈感情色彩的评价。纳西姆·塔勒布认为马科维茨的观点从根本上就是极度错误的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上升的，而且教授会告诉你，你在 8 000 万美元买入会比在 1.7 亿美元时买入风险更高。从 25 年前听到这种说法后，我就一直在琢磨它，但是直到现在，我也没有想明白。”（这段话获得了热烈的掌声。）

正如我们之前所说，既然市场不总是理性的，那么我们就可以通过找到那些没有被正确估值的公司来赚钱，换句话说就是通过进行相对无风险的投资来赚钱，这里的“风险”是巴菲特理解的风险，而不是传统意义上的冒险。在巴菲特的框架下，不冒险并不意味着降低利润率；而传统观点却认为获得回报必须要冒险。巴菲特乐于接受那些引起股价波动的不确定性。不确定性引起波动，这种波动让投资者可以以低于公允价值的价格买入股票，并以高于其公允价值的价格卖出。实际上，不确定性是长期价值买手的朋友。

因为对于巴菲特而言，风险来自于投资者对自己能力圈的错误判断，所以我们的任务不是要承担冒险，而是要规避风险。巴菲特发现，自己做得好是因为躲避了怪兽，而不是杀了它们。在谈到他的接班人需要具备哪些素质时，巴菲特说：“一个大的错误就可能抹去一连串的成功，所以他在寻找一个具有感知和躲避大风险‘基因’的人，即使从未有过风险。”关于风险，巴菲特的概念化方法与纳西姆·塔勒布的很相似。据我所知，巴菲特从未在公开场合谈论过他对塔勒布的思想的看法。塔勒布的《黑天鹅》一书并不在查理·芒格的推荐书单中。

在风险管理中，巴菲特强调保守的重要性。不损失要比获得高收益更重要。他曾说：“我宁愿确保有个好结果，而不是希望有个特别好的结果。”他的目标在于依赖可预测性。巴菲特的一位朋友讲过这样一个故事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

某日，我们一起去餐馆吃饭，巴菲特点了一份招牌火腿奶酪三明治。几天后，我们又一起出去吃饭。他说："咱们还去那个餐馆吧。"我说："可是我们才去过那里。"他说："是的。可为什么要冒险尝试另一家餐馆呢？我们特别熟悉那家餐馆的食物。"

巴菲特买股票时也是这样的。他只投资那些胜算几率大而且不会令人失望的公司。

巴菲特使用的风险概念不是普遍适用的，它特别适合他的投资策略。一个具有长期投资视野而且杠杆低的投资者不会关心市场的波动。一个杠杆高的投资者因为受到他的债权人支配，可能无法自由选择出售特定资本的时间，他的债权人可以强迫他平仓。某种投资中隐藏的风险对于杠杆投资者和非杠杆投资者来说是不同的。

这种对于风险的理解自然会产生一个符合逻辑的结果，那就是巴菲特对分散投资的不同态度。巴菲特说，一个人如果明白他在做什么就不需要多元化。他提到了凯恩斯："凯恩斯说过，不要试图去弄明白市场正在发生什么，而是要找到你了解的公司并专注于它。多元化是对无知的保护，但如果你不认为自己无知，那么对多元化的需求也就没那么强烈了。对于那些知道自己在做什么的人来说，多元化的意义不大。只有那些找到了一家优秀公司的人创造了巨大的个人财富。"20岁时，巴菲特把自己净资产的一半都投给了GEICO。1960年，他宣布，他把管理的资产的35%投给了一家公司（他没有说出公司的名称）。1988年至1989年，巴菲特购买了可口可乐公司6.3%的股份，这笔投资占了伯克希尔公司股本的32%和市场价值的20%。

跟随着凯恩斯、菲利普·费雪、杰拉尔德·勒伯（Gerald Loeb），巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲特发现，由于好投资相对比较罕见，所以多元化可能难以实现[①]。一位只投资一流公司的有眼光的投资者不大可能寻找到大量这样的公司来使他的投资组合多样化。1994 年，巴菲特在纽约证券分析师协会的一次会议上这样说道："如果你只相信股市是你挣钱的好地方，你或许应该至少有 20 种股票……但是如果你真的分析了多家公司以便你买入一家公司，并对这家公司的未来做了清醒的投资决策，那我真的认为你要是能找到 6 或者 8 家类似的公司也就足够了。"巴菲特喜欢说，一位投资了 40~80 只股票的基金经理人不大可能靠知识和细心来选出这么多只股票。"任何拥有这么多只股票的人都被称为诺亚方舟投资学派（Noah School of Investing）——每种来两只——的追随者。这样的投资者应该是在驾驶方舟。"他指出。按照诺亚方舟原则投资会留给投资者一个动物园。

巴菲特建议，投资初学者可以想象自己只有一张可以打 20 个孔的卡片，每做出一个投资决策，他就要在卡片上打一个孔。如果只有 20 个孔，他能够做出 20 次非常好的投资决策，他就会变得很富有。想出 50 个好主意绝对没有必要。在传统理解中，过度多元化也是没有意义的——在投资组合中增加新股票迅速降低了该组合的非市场风险[②]。如果有两只股票，那么非市场风险就会降低 46%；如果有 4 只股票，那么非市场风险就会降低 72%；如果有 8 只股票，会降低 81%；有 16 只股票会降低 93%；有 32 只股票会降低 96%。

---

① 在勒伯于 1952 年发表的著作《投资生存战》(*The Battle for Investment Survival*）一书中，我们可以看到这些话："过度多元化是对知识匮乏的一种劣质保护"；"选择做太多事情常常是对抗无知的一种方式"；"多元化增加了判断失误的可能性"。

② 非市场风险暴露了一家公司的风险。随着投资组合中公司数量的增加，该投资组合就变成了市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票分割

愿你能活到伯克希尔股票拆股的那一天。

沃伦·巴菲特

巴菲特也不同意金融行业中的很多其他观点。比如，他不接受拆股的理念，他说："把股票进行分拆就像让别人把一张比萨饼分成 5 块，因为你无法吃掉 7 块。"

流动性较高的股票有较高的估值。最初，股票是按整手（100 股）交易的，直到互联网交易和折扣经纪人出现并被大家接受。投资行业认为，如果股价上涨得太多以至于一手变得价格太高，公司会被要求进行拆股——这个步骤相当于在货币流通时降低钞票的面额。伯克希尔——股价上涨的王者——却从没未进行过拆股分割（或者几乎没有，我们会在本章的后文中提到 1996 年的那次准拆股）。巴菲特甚至在寄给别人的生日卡片上写着"愿你能活到伯克希尔股票拆股的那一天"。

巴菲特拒绝拆股给财经媒体、信息机构和经纪人带来了诸多问题。伯克希尔公司的股价现在是 6 位数，而其他股票的股价通常是几十或者几百美元。经纪商的交易系统没有预设将 6 位数录入股价区域。当然，巴菲特并不关心这个。比尔·盖茨认为巴菲特是在向人们发出一个信号：伯克希尔的股票不同于其他股票，伯克希尔也和一般的公司有点不同。当一只股票的价格到了 6 位数时，它确实比其他任何东西都更能引起人们对该公司的关注。

拒绝拆股不仅仅是传递一个特殊观点或者建立某种印象的手段，巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲特有更重要的动机。他辩解说他不相信增加短期流动性，因为这会影响股东的结构。短期流动性对那些投机者或者那些在需要现金时可能会卖出所持股票的人具有吸引力。有这样的股东进而也会使股票更具变动性。然而，对于一家公司来说，拥有大量小股东的影响很可能是负面的，而不是正面的。伯克希尔的股东确实不同，他们的平均持有期比持有美国所有上市公司的平均值要长得多。1994 年，巴菲特说伯克希尔的换手率比纽约证券交易所的其他任何股票都低。

尽管巴菲特不喜欢拆股的理念，他还是于 1996 年被迫对伯克希尔股票进行了近似拆股的处理。由于没有进行常规的拆股，而且 20 世纪 90 年代大市处于上涨阶段，所以伯克希尔公司的股票已经令小投资者无法企及。1996 年 3 月，伯克希尔的股价达到了每股 38 000 美元的历史高价，这就使伯克希尔成为了是世界上所有公开交易的股票中价格最高的股票。（截至 2014 年 12 月，其股价达到了每股 227 000 美元）。一些基金经理人在这种情况中看到了一个机会。他们想出了一个主意：建立一只新的共同基金，基金的利润率将追踪伯克希尔的股价变化；该基金的参与份额可以在更大的市场中以每个参与单元 250 美元 ~1000 美元的价格出售。两个不同的基金管理团队同时想到了这个主意，一个团队打算把基金命名为市场领导者成长信托基金（Market Leaders Growth Trust），另一个团队打算将它命名为五西格玛投资伙伴（Five Sigma Investment Partners，这个名字直指巴菲特及其成功）。

显然，复制巴菲特的投资组合是不可能实现的：首先，伯克希尔的投资组合中拥有 80% 或者更多的封闭式公司，在这种情况下，剩余的股票属于公司的经理人，一只复制基金不可能包括这些公司；第二，巴菲特不会提前公布要投资的上市公司，就算真的有这样的收购，人们也只能在事后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看到，而且如果信息披露条例不要求，巴菲特就不会把他的投资信息公之于众；第三，巴菲特的收益率的重要部分与使用杠杆相关，不过他的杠杆不是普通的借款，而是他的保险业务的债务（我们会在第 6 章中详细讲到这一点）。

不过，创建巴菲特追踪基金的人又想到了一个解决问题的办法，就是只买伯克希尔公司的股票，不买别的。这几乎是从零创造财富的天才方法。它承诺以佣金形式提供足够的货币回报，而且其量级可能会很高。除了支付管理基金的佣金之外，投资者在加入市场领导者成长基金时会被要求支付其投资资金的 4.5% 作为一次性佣金，加入五西格玛投资伙伴则要支付 2.75% 的一次性佣金。市场领导者成长基金的经理们甚至宣布他们已经筹集了 6 000 万美元。

毫无疑问，巴菲特不喜欢别人借他的成功来筹集资金。首先，他发现佣金率简直就是抢劫；其次，尽管巴菲特没有公开说，但可以理解的是，如果他们不是伯克希尔股东的话，那么巴菲特是不希望别人用他的名字赚钱的；第三，他不想伯克希尔股票被当作“明天”股价会更高的热门股票推荐给更多人。巴菲特想纠正他们对于伯克希尔股票将会继续上涨的猜想。他认为，考虑到当时的股价水平，伯克希尔的股价不可能进一步上涨。他不想成为辜负其他人期望的人。对伯克希尔股票的需求的急剧增长会引起股价上涨，然后很可能接踵而来的就是股价下跌。巴菲特在他授权出版的传记中解释说，他不想那些想让自己的投资翻倍的人成为伯克希尔的股东。他能够在一段时间内建立他自己的市场行为并且在一年内成为英雄，很多钱会流入固定数量的股票。

巴菲特接近那些新的伯克希尔追踪基金的组织者，并要求把他们不要把他们的想法付诸行动，但是他们没有听他的。于是，巴菲特决定自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己加入游戏，并提出了另一种选择：伯克希尔哈撒韦宣布它将发行无投票权的B类股票，其经济权益达到A类股票的1/30（A类股票是那些“历史”存在的股票，股价已经太高）。根据发行条款，30股B类股票可以转换成1股A类股票，但是不能反过来转换。巴菲特设立的佣金率远远低于竞争基金的佣金率。参与发行的投资者支付的佣金大约为每1 000美元的股票付10美元佣金，即1%。巴菲特还宣布将完全满足人们对股票的需求，人们想要申购多少B类股票，伯克希尔就发行多少B类股票。他说：“我们将满足所有人的需要，这样它就无法成为一只热股。”巴菲特聘请了所罗门兄弟公司来管理此次发行，当时两家的关系非常好。为了减小对小投资者的伤害，经纪人的佣金被设为最低值。

巴菲特公开说过伯克希尔的股价被高估了，他不会推荐给自己的朋友购买。在发行信息备忘录的首页有这样的声明：管理者不相信股价被低估了。当然，这可能是一种公关方法，目的是防止替代伯克希尔的基金出现。公众对过度估值的讨论引起了伯克希尔哈撒韦A类股票价格的暂时下跌，但是之后的20个月中，股价持续快速上涨，因此到1998年1月时，股价已经涨了一倍多。

伯克希尔以每股1 100美元的价格一共发行了517 500股B类股票，筹集到差不多6亿美元的资金。当然，替代基金都没有出现，人们也没有进一步尝试建立类似的基金。2010年初，也许是为了确保替代基金不再出现，巴菲特真的对B类股票进行了拆股。那时，B类股票的股价已经达到了3 300美元。拆股比例设置为1拆50。拆股之后，股价降至66美元。2014年12月，这些股票的交易价格为148美元~152美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新股发行、股息政策和股票回购

如果盈利被不明智地留存，那么经理们也可能会被不明智地保留。

沃伦·巴菲特

如我们所讨论过的，巴菲特认为，理想的投资是投给那些能够用最大规模的资本产生最高回报的公司。这样的公司很少有。通常，这样的公司要么需要大量资本，要么可以产生高回报。第二种类型当然更好一些。第一种类型的公司迫不得已通过发行股票及/或借贷来融资，这时杠杆限制了公司。这可能就是巴菲特不喜欢投资那些经常发行新股的公司的原因。在他看来，在其他情况都相同的情况下，市场也会为那些管理层表示他们不愿意在不符合企业所有者最佳利益的条款时发行股票的公司给予高估值。巴菲特向投资者保证，他从不投资 IPO 股票，因为他相信它们都被过度营销了，他不清楚这些公司的理念是否能够经受时间的考验。巴菲特不想购买 IPO 股票，他想购买的是有合适价格的好公司。

有时候，伯克希尔公司为了给新收购项目融资也会采用发行股票的方法，但这通常不是因为缺少资金。出于纳税考虑，卖出公司的一方往往更喜欢获得股票。例如，家族企业 Dexter 鞋业公司和 NetJets 都是被以股份收购的。2010 年，为了收购柏林顿北方圣菲铁路公司（Burlington Northern Santa Fe Railway），伯克希尔公司第二次发行了 106 亿美元的股票，或者是其股本的 6.1%，这时伯克希尔进行的规模最大的一次增发。在交易过程中，巴菲特评论说，这个过程像准备结肠镜检查一样有趣。当然，这样做也有一些优势。这次收购帮助巴菲特盘活了伯克希尔资产负债表上 220 亿美元的休眠资金。

伟大的公司通常积累了大笔资金用于其他方面——比如，用于派发股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息或者股份回购。一家公司将利润再投资还是返还给股东取决于再投资资金的回报率。为了保证股东们有好的收益，留存的收益应当只被用于扩张高回报业务；余额应该用于派发股息或者回购股票（这样做可以提升股东在杰出业务上的权益，同时避免他们参与低于水准的业务）。

将利润的一定比例作为股息派发的股息政策最终可能会对公司造成损失，因为公司会发现自己已经让股东对股息产生了期待，以至于在最好不要派发股息的时候也必须派发。如果公司每投资 1 美元能够产生超过 1 美元的价值，那么又为什么要派发股息呢？作为一个原则，伯克希尔哈撒韦不派发股息，而是将所有利润进行再投资。伯克希尔最后一次、也或许是唯一一次派发股息是在 1967 年，当时每股派发了 10 美分的股息。后来巴菲特开玩笑说，宣布发放股息的时候他一定是在洗澡。沃尔特·施洛斯认为，巴菲特能够避免派发股息是因为伯克希尔是保险公司。如果它是一家普通公司，巴菲特就不得不派发股息了。

从经济结果上看，股份回购和派发股息相差无几——股份回购的结果是自由现金从公司转移给股东。股份回购和派发股息的主要区别在于股东可以自由选择参与回购（当然，如果公司没有变成一家封闭式公司的话）。重要的是，回购后，公司利润将会按照比例被分配给更少量的股票，因此每股的净收益应当增长。此外，股票回购和派发股息的税务结果也是不同的。在其他方面，派发股息和股份回购是相似的。本质上，股份回购是把公司资金投资于公司自己的股票。所以，判断这个决定是好是坏的标准是一样的：投资的利润率，或者更准确地说是股票的市场价值是高于还是低于其内在价值。巴菲特说：“当业务杰出且财务状况良好的公司发现其股票正在以远低于其内在价值的价格在市场上出售时，股份回购是最有益于股东的做法。”20 世纪 70 年代，巴菲特承认他在有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意地寻找那些回购股份的公司。他说："这通常暗示着公司的价值被低估了，而且这些公司在被以股东价值为导向的管理层经营着。"20 世纪 70 年代中期，股份回购的呼声响彻管理层，但是很少有人回应。

后来，巴菲特有关这个问题的观点得到了经济学家的支持。1981 年，西奥·维尔马伦（Theo Vermaelen）的文章《普通股票回购和市场信号》（*Common Stock Repurchases and Market Signailling*）记载了通过要约收购的回购发生之后，每股收益出现了反常增长。之后的一篇文章显示，对那些从市场回购股票且不通过发行股票来融资的公司进行机械式投资（不使用其他方法分析一只股票是否值得关注），获得的收益要比投资整个市场要好。作者们分析了 1980 年至 1990 年间 1 200 家宣布回购股票的公司的股票在随后四年中的表现，他们发现这些股票的回报平均比同期的市场回报大约高 12 个百分点。这可能表明这些股票的价值在宣布回购时被低估了。

不过，巴菲特说，公司因为股票被低估而回购股票的年代已经过去了。20 世纪 90 年代，大部分回购股票的公司这样做是为了支持它们的股价，并且回购是以虚高价格进行的。经济学家们同意巴菲特的这一观点。经济学家罗伯特·布伦纳（Robert Brenner）说，20 世纪 80 年代盛行股份回购，公司往往借助借入资金进行回购，因为他们能够将这些借入资金的利息支付视为成本计账。股份回购被用来刺激股价上涨。在 1990 年至 1993 年的经济衰退期，股份回购有所收敛，但是 1994 年又卷土重来，而且刺激股价上涨变成了一个更明显的动机。在 1994 年至 1999 年间，非金融公司使用了 6 550 亿美元来回购股票，其中大约一半的钱花在 1998 年至 1999 年间。1983 年至 1990 年、1994 年至 1999 年间，非金融公司将它们所有借款的一半用于股份回购。股价急剧上涨时的股票回购量增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是因为经理们面临着压力，他们要在最短的时间内为股东创造最大的回报，而且他们也受到了薪酬计划中的股票期权的激励。如今，股票回购规模也很高，不过，我们还是把目光从讨论大市转向研究巴菲特的观点和做法吧。

当股份以过高价格被买回时，卖出股份的股东就赢了，因此该回购对于其他股东是不利的。为了对所有股东公平，巴菲特不欢迎以不合理的高价或者人为的低价回购。他认为公司必须为所有股东提供足够的信息，使他们能够对股票的内在价值做出他们自己的估计。只有当回购是诚实的游戏时，也就是当股东们掌握了所有信息却仍然低估了股票价值的时候，回购才是合理的。

伯克希尔很长一段时间都没有回购股份，尽管巴菲特认真考虑过这样做。1999 年，他承认自己在某些情况下拒绝回购股份是个错误，要么是他对伯克希尔股票的估值太保守了，要么他受到了自由资金的其他用途的影响。2010 年秋天，伯克希尔公司尝试回购其股票，回购价格定在不高于其资产账面净值的 110%。因为该股股价急剧上涨，伯克希尔最后只回购了价值 6 700 万美元的股票。2012 年，当回购价格上限提高至其资产账面净值的 120% 时，伯克希尔公司从一个长期股东那里购买了价值 12 亿美元的股份。2013 年，伯克希尔没有回购股票。从 2013 年初开始，伯克希尔公司的股价没有跌至其资产账面净值的 120% 以下。巴菲特在 2013 年致股东的信中提到，在他看来，伯克希尔公司的内在价值远远高于其账面价值。

自由资金可以被用于收购其他公司，但是巴菲特说：“如果一家公司的股票正在以远远低于其内在价值的价格出售，那么此时的回购通常是最有意义的。”巴菲特解释说，当一家公司收购另一家公司的时候，公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购市场的竞争本质几乎保证了全价支付，甚至常常高于全价。同时，证券市场的拍卖性质常常会为运营良好的公司创造机会，通过收购其他公司，使他们以能够提高其盈利能力所需价格的50%来交易自己的部分资产。

并购和杠杆收购

买方要为那些被他拖回洞里的动物尸体买单。

沃伦·巴菲特

为收购到的公司创造价值——巴菲特认为的唯一“合法”的交易动机——是最难实现的目标。在证券市场中，股票常以低于它们公允价值的价格被交易。但是，当一家公司被整体卖出时，出售者一般坚持获得全价。同时，为了证明高价交易的合理性，公司的经理和顾问会创造乐观的财务预期，这些预期的娱乐价值甚于教育价值。“尽管实际交易时常常失败，但在预测中交易从不失败，并且在制造玫瑰色的骗局时，华尔街丝毫不逊色于华盛顿。”巴菲特说道。

导致过高估值的一个因素是并购市场的拍卖性质（之前我们称之为“公司收购行为的竞争性质”，但它也是一种类型的拍卖）。“在出价大战中明智的做法是控制失败的一方。”巴菲特如是说。

让我们简单地讨论一下为什么巴菲特认为证券市场的拍卖性质能让投资者便宜地买到一家公司的股份，而并购过程的拍卖性质却促成了高价交易。正如我们从博弈论中学到的一样，往往在拍卖中获得胜利的人要多付钱。参加拍卖的不同个体有着不同的估值，所以投标过程的结果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

往往是估值最高的人会赢，而不论按照所有竞价的平均值、众数或者中数来计算均值，公允价格可能在均值附近（这种讨论适用于一般拍卖，而当投资者们竞购一家公司时，可能有必要进行一定的目标调整，因为参与竞价的不同公司会与目标公司产生不同的协同效应）。

当一家公司在公开市场上购买自己的股份时，它只能够从那些对该股的估值最低的人手中购买。在并购交易中，一个收购目标通常会吸引多个买家，其中的一些买家对公司的估值会比较高，同时，在那些卖出股份的股东中也有一些人对公司的估值更高，所以买家就必须买下他们的股份。在公开市场的收购出价中，报出的价格对于所有股东都是一样的。那些想要便宜卖掉的人会将收到的价格视为全价或者高于全价的价格。买家是垄断者，他不必买断所有股东的股票，法律也允许他以不同价格从不同的股东手中购买股份。

当需要募集额外股权来完成交易时，过高估值的问题就会加剧。巴菲特解释说，并购常被说成是买方购买卖方，然而实际情况是买方为了购买卖方会卖出自己的一部分。如果市场对买方公司的股票估值较低，那么交易就更没有意义了。在巴菲特看来，发行新股来为收购融资的决策应该用与出售整家公司所运用的相同逻辑来审视：如果不准备以某个价格出售整个公司，那么你就不应该以这个价格出售公司的一部分。这个原则是对格雷厄姆观点的延伸，格雷厄姆认为投资应该被视为购买一家公司的股份。

不是所有交易都能够为买方创造价值。巴菲特为此引用了与现代公司金融理论相同的理由。通常收购一方的管理者们往往高估了自己的管理能力，他们收购的动机是幻想自己将来能让收购目标产生的价值比前任管理者的更高。在谈论这种现象时，理查德·罗尔（Richard Roll）提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出了这种自负假说（hubris hypothesis）。在巴菲特的框架中，自负表现为是否能够在化妆成癞蛤蟆的人中成功找到王子（我们已在第2章中讨论过）。新管理层对将癞蛤蟆变成王子的自信在现实中往往并无法发挥作用，因为一些基本面因素，比如公司所属行业的性质，对公司利润率的影响远远大于管理者付出努力的影响。

另一个促使管理者收购公司的因素是他们对扩大统治权的渴望，或者是为了交易而交易。“在激动人心的游戏中，管理智慧败给了管理本身带给人们的兴奋。”巴菲特之所以引用彼得·德鲁克的这句话是因为它认为德鲁克看到了事情的本质：“做交易打败了工作。做交易是令人兴奋的、充满乐趣的，而工作是乏味的……做交易是浪漫的、性感的。这就是为什么会有无意义的交易。”

问题不只限于与游戏相关的情绪。大公司管理者的报酬高于中小企业管理者。迈克尔·詹森在1986年发表的题为《自由现金流、公司金融和收购的代理成本》（*Agency Costs of Free Cash Flow*，*Corporate Finance*，*and Takeovers*）的文章中，首次指出管理者不愿意给股东派发股息是因为这样做会减少管理层控制的资源，也会缩小管理者的权力范围、降低他们的薪酬；管理者更喜欢使用资源为成长提供资金支持，也通过并购实现成长。很难判断巴菲特拒绝派发股息是否反映了代理问题。不派发股息支撑了伯克希尔公司的股价。如果定期派发了股息，该股股价上涨的幅度可能不会这么大。这就是为什么代理动机不能够被排除的原因。同时，巴菲特系统性地击败了标准普尔指数，这样看来，代理成本就不存在。

在某些方面，巴菲特对于并购动机的立场与现代公司金融理论非常不同，该理论认为寻求协同效应是并购的一个合理动机。对于巴菲特来说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

协同效应不应该是因素之一。他购买那些具有高利润率潜力的公司，但是他没有把它们并入现有公司；相反，他保留了它们的独立运营权。

比如对通用再保险（General Re）的收购，它曾经是伯克希尔哈撒韦再保险业务最大的客户之一。自从被收购后，该公司被作为一家独立机构来管理，并且与伯克希尔公司其他作为独立子公司经营的保险分支机构保持着竞争关系。

巴菲特在不同时期收购的四家家具零售公司也都是在伯克希尔中保持着独立经营权。事达家具店的原所有者、现任董事长梅尔文·沃尔夫证明，巴菲特会让所有 CEO 都了解他的想法，他不是在寻求协同效应。几乎所有处于他这个位置上的人都会选定一位 CEO，然后让其他三位离开。事实上，巴菲特正相反，他说："我买了四家相对独立且经营良好的家具公司，不能弄糟了。你们只需要继续按照自己喜欢的方式经营就行了。我不反对你们聚在一起相亲相爱，但是不要为了我而协同。"

巴菲特拒绝将相似公司合并的一个原因是大部分预期的协同效应并不能在实际操作中实现。正如巴菲特所说，协同这个概念常常被用来使那些实际上没有商业意义的交易合理化。另一个原因是移植或合并企业文化很难。伯克希尔的一个子公司的管理者解释说，没有尝试合并相关的公司是因为他们相信企业文化是无法转移的，同时没有什么企业文化是足够相似的。更进一步的考虑是，合并所有收购的公司会导致一些高层管理者失去他们的职位，这将与巴菲特对待这些公司前任所有者的态度相左。在出售时，出售协议的一部分是公司的前任所有者将继续像以前那样管理他们的公司（我们将在第 8 章中详细讨论）。

根据标准的公司金融理论，在并购过程可能产生的所有类型的协同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效应中，巴菲特只承认一种是有效的：财务协同效应。对于中小企业来说，财务协同效应意味着一旦它们成为大型多元化控股公司的一部分，它们的杠杆融资就会变得更便宜，因为这些大公司的信用评级更高、现金流更稳定。融资的可实现性和融资成本不再是公司发展的障碍。据 NetJets 创始人里奇・圣图利所说，伯克希尔公司的"AAA"信用评级帮助 NetJets 减少了在欧洲和中亚地区的借贷成本和经营启动成本。结果是自从巴菲特于 1998 年收购了该公司，公司在 1998 年至 2000 年间的收入增长了一倍。我们之前讨论过这个故事如何发展——财务协同效应可能会对公司的生存起到至关重要的作用。

财务协同效应是 2003 年伯克希尔收购克莱顿公司（Clayton Homes）的动机之一，这是一家生产活动房屋和预制房屋的公司。除了生产这类房屋，这家公司还为购买这类房屋的交易提供资金支持，所以其财务部门需要募集大量资金。活动房屋的购买者通常是高风险借贷者，他们破产的可能性非常高。那些财务更稳定的美国人会购买常规住宅，而不是活动房屋。2001 年的"9・11"事件后，在批发市场募集资金变得非常困难，因为证券化债务和资产支持型证券市场都处于停滞状态（并且所有保险公司都面临巨额支付）。那时，可以得到的有限资金都是以更高的成本或者更严苛的条件为代价的。假如克莱顿那段时间保持独立，那么它就不得不应对平庸的收益，因为它在努力获得融资。公司被卖给巴菲特的原因就是他能保证公司以良好的的条件获得融资。收购后，伯克希尔以优厚的条件向克莱顿公司提供了 73.5 亿美元的贷款——仅比伯克希尔自己的融资成本多了 0.1 个百分点。对于巴菲特来说，收购克莱顿意味着拥有了 50 亿美元的信贷组合的所有权，据估计，这些信贷组合的利率比伯克希尔借出资金的利率高出 3 个百分点。按年化计算，这意味着额外的 1.5 美元利润。这样，伯克希尔进入了一个新市场，那就是向低信用评级

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的个人贷款。巴菲特将此称为“一点协同效应”，并向他的股东保证这是40年中的第一次协同效应。在2008年写给股东的信中，巴菲特说，尽管克莱顿给次级借款人提供了信用，但是该公司实际上并没有受到按揭贷款市场危机的影响。它发放的贷款的拖欠率是3.6%，只比2004年的2.9%稍有上升。比起2006年的3.8%和2004年的5.3%，2008年克莱顿的止赎是原始贷款的3.0%。

2001年收购XTRA也因为有类似的逻辑。XTRA是一家专营卡车和集装箱租赁的公司。租赁业也是融资密集型行业，伯克希尔公司的信用评级对该公司非常有帮助。

也许在巴菲特的保险业务和他对金融市场的理解之间有着某种协同效应。比如2003年，一家华尔街公司联系到巴菲特，建议他做一笔承保垃圾债券池中第一家破产公司的债务的交易。在这笔交易中，该保险公司为债券持有人全面承保了借款人欠他们的现金。该保险公司还获得了对借款人的追偿权。巴菲特仔细地选择了一些借款人，并且拒绝看那些有大量名字的繁琐的多元化投资组合。Collins & Aikman是巴菲特选择的公司之一，它于2005年破产。在破产过程中，巴菲特花了1美元获得了35美分的东西（也就是说他损失了65美分），不过，巴菲特事先可能已经对保险组合中的每1美元收取了75美分的保费。不包括预先收取的保费的回报和保险偿付的融资成本，巴菲特就可能已经赚到了所用现金的约40%。如果珍妮特·塔福克里（Janet Tavakoli）的报告所发布的数据正确，那我们就可以简单计算出最初的“投资”是2 500万美元（1亿美元的保险偿付减去7 500万美元预收费用），后来又追偿或作为“收入”获得了3 500万美元，所以回报是40%，如果我们将预收保费的投资收益计算在内，那么回报会更高一些。这是巴菲特在一次破产中获得的收益率，但是他投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资组合中的大多数公司很可能不会破产。如果一位承保人不是职业投资者，是否也有可能在这样的交易中赚那么多呢？

拒绝寻求协同效应是巴菲特的官方策略，如果这样说有意义的话。然而，比如，与典型的规模经济不同性质的协同效应有时会发生在收购过程中。这些是带有巴菲特个人特点的协同效应（我们将在第7章和第9章详细讨论）。

我认为，在巴菲特的交易中很可能找到一些传统的协同效应，但是这些协同效应并没有对他的决策起到关键作用。比如，当巴菲特购买吉列公司的股权后，所有属于吉列的自动售货机都用可口可乐取代了百事可乐。FlightSafety International 是伯克希尔旗下一家训练民航飞行员的公司，NetJets 是其最大的客户，即使这些公司换了主人，情况也是如此。H&R Block 是一家专门做纳税申报准备的公司，它与伯克希尔有一份协议，要将 GEICO 的保险详细资料提供给 H&R 的客户，尽管这个协议是在巴菲特买入 H&R Block 大量股权之前作出的。

巴菲特和芒格把创造价值视为进行交易的唯一合理的动机，他们都对杠杆收购（LBO）持否定态度，因为这种交易没有创造价值。著名的杠杆收购专家 T. 布恩·皮肯斯（T.Boone Pichens）和吉米·金史密斯（Jimmy Goldsmith）说，实际上，为股东创造价值并没有创造价值，而是把价值从社会转给了股东。这不同于亨利·福特发明了汽车，或者雷·克拉克（Ray Kroc）找到了比别人的方法都好的汉堡制作方法。巴菲特指的是另一种不同形式的价值——不只是对于收购公司的股东的价值，而是一家公司对更广泛的社区和利益相关者的价值。

当然，对于杠杆收购的组织者来说，这个过程确实可能创造了价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原因之一是杠杆收购专家没有社会责任：对社会、对公司和公司员工的责任。杠杆收购的买家常常无情地削减成本，特别是与劳动者相关的成本。而且，被收购的公司可能会重组，并且在重组过程中，公司中那些有吸引力的部分可能会被卖给第三方。查理·芒格对这些交易的社会层面持批评的态度，但他不得不承认它们常常有可以理解的原因。[①]

这种没有社会责任的自由，再加上大量举债的税收优势，解释了为什么杠杆收购专家能够提出比其他买家能够承担的更高的价格来收购目标公司。杠杆收购组织者也拿出了它们个人基金中非常有限的资金，并投资到杠杆收购中。芒格认为，这是另一个在收购过程中促使价格上涨的因素。如果交易成功，这些基金的管理公司会获得利润的一大部分（投资基金的合伙人获得出售收入中他们相应的份额，同时管理公司获得一部分收入和管理费）。这促使管理公司非常积极地争取项目。在巴菲特参与的所有交易中，他只以伯克希尔股东的身份参与。这是他与其他投资人的不同之处，特别是在进行杠杆收购时，其他投资人不仅收到与他们的投资资金成比例的利润，而且还从管理委员会获得利润。

上市公司和私人公司：私立的重要性

正如我们讨论过的，巴菲特不同意“上市公司要在被要求时做正确的事情”这一观点：它不会在困难时期削减业务，并且它的 CEO 不会向股东们允诺在必要时，会长期削减业务。这是上市公司相对于私人公司的一个管理弱点。巴菲特认为，上市地位对公司管理层产生了错误的刺激。证券市

① 1989 年，芒格在写给威斯科公司（Wesco）股东的信中表达了这个观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场对短期波动非常敏感，所以管理者有动机去“平衡”报告业绩；市场还喜欢那些正在成长的公司，这刺激管理者去收购其他公司，即使它们的价值被高估了。巴菲特不按金融市场强加的规则行事。当伯克希尔购买公司时，它带给参与者的不只有钱。用芒格的话说，这是“耐心”资本，它让管理层追求长期策略。巴菲特和芒格解释说，通过全盘掌管公司，他们会将反复无常的股市对伯克希尔股价的影响降至最低。

另一种与上市地位有关系的成本是时间成本，即公司管理层要让金融界不断了解公司运营情况而投入的时间成本。业绩的公布和维护关系都是有成本的。20 世纪 80 年代，巴菲特收购了的 Scott Fetzer，拉尔夫·舒伊当时是该公司的 CEO，他回想起在公司上市后，每年大约 200 个工作日，他至少有 50 天在公司之外办公。他不得不维护公共关系，并且与投资界人士以及其他很多人谈话。他说道：“我们现在不再那样做了，所以我们有更多时间专注于业务的增长。”巴菲特不会约见金融分析师，也不接受采访。巴菲特可能是美国少数的将一天中的大部分时间用于阅读的 CEO 之一。

其他 CEO 对上市地位的缺点也有相似的态度，这使巴菲特收购公司变得更加容易。例如，1994 年，他决定购买 GEICO 仍在自由流通的股份——伯克希尔那时已经拥有了 GEICO 的大部分股份。巴菲特打电话给 GEICO 的 CEO 托尼·奈斯利（Tony Nicely），告诉他这个计划。巴菲特还建议奈斯利，只有奈斯利同意将公司变成私营会更好时，他才会付出实际行动。正好，奈斯利也有同样的想法，并且已经认识到因为众多原因，非上市身份会更加适合该公司。巴菲特购买了 GEICO 其余的股份后，一些事情发生了改变。比如奈斯利发现他不用再约见分析师了，也不用再想方设法平衡收益了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

艾尔·乌尔茨基（Al Ueltschi）是 FlightSafety 的创始人和控股股东，他把训练民航飞行员的业务出售给了巴菲特。出售之后，他也说了类似的话。当该公司在纽约证券交易所上市时，他一直操心公司在下个季度会赚多少钱、是否比上个季度赚得多；该公司私有化后，管理层能够重新专注于长期成长而不必不停地担心下个季度的状况。乌尔茨基认为，这是成为伯克希尔的一员的最大好处之一。

NetJets 的原所有者里奇·圣图利也同意上市公司与私人公司地位相对立的这个观点。圣图利曾在高盛任职，当他最初为业务发展募集资金时，该银行成为了 NetJets 的小股东。1998 年，该公司已经实现了 10 亿美元的营业额，高盛公司开始劝说圣图利考虑公开募股。圣图利拒绝了，最后他宣布只愿意将业务出售给一个人——巴菲特。圣图利解释说，他不想让一个 28 岁的分析师告诉他应该如何经营他的公司。圣图利认为巴菲特是一个不关心下一个季度或未来 6 个月情况的长期经营者。

大卫·索科尔是中美能源控股公司（MidAmerican Energy Holdings Company）的共同所有人，1999 年，他将公司卖给了伯克希尔公司。关于出售的动机，索科尔说他想把公司从上市公司变成私人公司。20 世纪 90 年代后期，管制放松后，能源市场出现了泡沫（与技术泡沫同时出现），金融分析师谴责索科尔在一年之内没有收购一两家公司，谴责他缺乏交易速度。他被告知说他的竞争者们会在一个月内进行两三笔收购交易。索科尔相信，他的竞争对手们正在对自己的财务报告做手脚，以使自己的交易显得更具财务意义，并且有助于拉高他们的股价。索科尔说他不希望参与这样的事情。

在发展保险业务的早期阶段，巴菲特更喜欢投资上市交易的公司，因为一旦需要支付大额款项，他的资产会有足够的灵活性。但是，随着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯克希尔公司的成长，巴菲特的关注点从组合投资转向整体收购公司。早些年时，伯克希尔资产负债表上的流动性高的资产可以达到90%，现在已不超过30%。巴菲特把他收购来的、拥有控股权的公司都变成了私人公司。

伯克希尔能够轻而易举地承担起流动性高的资产有如此低的比例的后果。巴菲特购买的大部分公司都是可以被称为“现金牛”的公司，它们不需要经常募集新资本，即使需要额外资本，也可以在伯克希尔公司内部的资本市场中找到，那里有多元化公司的现金可供分配使用。伯克希尔公司本身就是一家上市公司，如果需要，它就能够发行新股。

公司治理以及伯克希尔子公司的管理者激励

认真经营你的业务，就像你拥有它的全部一样。

沃伦•巴菲特

巴菲特指出，他给他的每位经理布置了一个简单的任务。第一，他们必须要像100%拥有公司那样去经营它。第二，每位经理必须认真做出决策，就像这家公司是他和他家庭的唯一资产一样。第三，这家公司至少在一个世纪内不会被出售或合并。

第一个和第二个指导方针反映了一种保守的态度，这是一种对待风险的态度，也是完全指向公司所有者利益的决策风格。限制合并或出售公司反映了巴菲特的信念，他相信最有益的策略是聚焦长期的，任何旨在短期内提升价值的做法都不会成功。这些做法是不被认可的，因为巴菲特想永远拥有那些高利润率的公司。第三个指导方针也非常有意义，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管在过热的市场中有可能以好价钱卖掉一家表现一般的公司，但是这会有运气的成分，最好不要期望好运气。

告诉管理者他们应该像主人那样管理公司也许还不够。怎样才能保证他们这样做？这是信任的问题吗？如果为管理者们制定一套行为准则，他们是否就会遵守？巴菲特是务实派，他不允许事情随意变化。他明白，大多数管理者都是说一套做一套，他们更喜欢胡萝卜长而大棒短的奖惩体系（他们对待权益资本的方式几乎总是像它没有成本一样）。

巴菲特使用非常简单的方法激励高层经理：胡萝卜加大棒。他的经理们在期权上没有任何特殊安排，在退休和辞职时也没有任何特权（比如“金色降落伞”）。

期权不能将股东和管理者们的利益联系在一起。期权是一种“结盟”类型的薪酬计划，是一种巧妙的“正面我赢，背面你输”的形式（期权可能会失去价值，但它们是免费得到的，期权所有者没有用自己的钱冒险），而真正的结盟意味着利益双方成为双向的合作伙伴，而不仅是向上的。当管理层没有向股东派发股息，而通过再投资其利润来积累公司的财富，并且考虑到这种情况的行使价调整却没有被包括在期权条款中[①]的时候，期权所有者的利益和股东的利益也会发生失调。巴菲特说：“10年的期权、低股息支付和复利确实可以给一个在工作中原地踏步的管理者带来丰厚的回报。”在他看来，那些与管理者个人成就无关的随意支出就是“免费的彩票”。当巴菲特谈起他于2011年收购IBM的权益时，他说，几年前IBM公司就已经把期权奖励从2.4亿美元的未到期期权减少至3 000万美元。

① 根据记载，1992年，这样的调整只发生在1%的期权激励项目中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特还批评了在公司股价下跌时就对期权重新估值的做法。在2001年写给股东的信中，当提到安然公司相关事件时，他讲了这样一个故事。

在某次聚会中，一位美丽动人的女士走近一位CEO，她仰起红润的嘴唇并低声说："我可以为你做任何你想要我做的事情。告诉我你想要什么。"他毫不犹豫地说："重新为我的期权定价。"

考虑到巴菲特关于薪酬的观点，没有哪位CEO愿意让巴菲特待在他的薪酬委员会中。

我们还能说出期权激励计划的其他一些缺点。当管理者只与他的公司分享好结果时，这可能会导致管理者承担过度的风险，并做出从长期看并非最佳的决策，而这些决策只是为了暂时抬高或者操纵股价。

在伯克希尔公司的这种情况，期权计划并不那么容易实现，因为它是一家综合性公司，不同的经理负责不同的部门，没有一位经理可以对伯克希尔的股价产生实质性的影响，而且所有子公司的股东人数都是有限的。

巴菲特不使用期权，但他会寻找其他的解决办法。首先，当巴菲特从一位愿意留任的CEO或其家人手中购买公司时，出售者通常能够保留10%~12%的公司股份。巴菲特喜欢这一结果。在一些特例中，伯克希尔要收购的公司的一部分股份被受聘的管理人员买下。在2001年写给股东的信中，巴菲特谈到了收购MiTek的条款，这是一家世界一流的生产连接器的公司。MiTek的管理层对公司的未来非常有信心，非常希望参与收购，因此55位管理人员购买了公司10%的股份，每位至少支付了10万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元。他们必须支付现金，有些人还借钱参与。因为他们没有被给予期权，他们将自行承担双向风险和资金成本。他们的权益不能被重新估值，所以他们必须要对自己的行为负责。这些管理者们成为了公司真正的主人。

第二，巴菲特的子公司的所有高级经理都有奖金。比起薪酬计划中的奖金部分，基本工资是比较低的，正如巴菲特所说："那些迫切在他们的能力上下大注的经理通常有足够的能力来打赌。"

薪酬计划中的奖金部分取决于经理们在完成巴菲特为他们设立的目标时的勤勉程度。我们之前讨论过，他们的主要任务是赚取资本的高额回报。相应地，营业收益（证券收益或损失之前的）与全部证券按成本价估价的股东权益的比率是衡量任何一年的运营业绩的最佳方法。因此，作为规则，一位经理的薪酬取决于投资资本的回报。这只是关于本主题相当笼统的信息，但这似乎是通过公开渠道可以获得的有关伯克希尔子公司 CEO 的合同的全部信息了。

最近，当巴菲特回答关于大卫·索科尔的问题时，他谈到了索科尔的薪酬计划的额度和结构。大卫·索科尔是中美能源公司的负责人，但已经因丑闻而离开了该公司（我们将在第 8 章谈到）。索科尔的奖金与资本收益率无关，却与公司的利润增长有关。如果在 5 年中（1999 年的收购之后），公司每年利润增长 16%，那么索科尔会拿到 3 750 万美元；否则他拿不到一分钱。这样的条件十分苛刻，因为中美能源是一家成熟公司，已经过了快速增长阶段。尽管如此，从巴菲特写给伯克希尔股东的信来看，索科尔似乎最终达到了这些条件。

当公司有了盈利，但利润被再投资而无法产生高资本回报时会发生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么？在这种情况下，资本被伯克希尔公司用在了别处，所以子公司的管理者们有动力将自由现金作为股息返还给控股公司。拉尔夫·舒伊是斯科特－费策尔公司的 CEO，他的公司被以 3.2 亿美元收购（这是媒体对其进行的采访中给出的数据）。在他担任 CEO 的 15 年时间里，该公司向伯克希尔支付了大约 10 亿美元的股息。其他一些 CEO 们也是这样做的。巴菲特评论说："我们信任那些知道钱值钱的管理者。" CEO 们不必担心在需要额外资本时再来募集，这些资本将由伯克希尔公司提供，所以让他们"坐"在钱上以备不时之需毫无意义。

正因为如此，我们也就明白了为什么那些渴望继续经营公司，但又不想操心在需要时如何募集资本以及如何分配资本的公司所有者会如此青睐巴菲特这个买家的原因了。当然，将资本返还控股公司会减少留在子公司的资本的数量，并有助于实现公司使用资本的收益最大化（这影响着管理者们的薪酬，我们前面提到过），同时子公司的经理也会通过自己的所有权股份收到股息支付。

巴菲特没有与他的经理们签订繁琐的合同。通常协议只有一两页，有时会更简短。他与鲜果布衣（Fruit of the Loom）的 CEO 约翰·霍兰（John Holland）签的合同只有 38 个英文单词。（鲜果布衣是一家专门生产内衣的公司，2001 年被巴菲特收购。我们将在第 10 章详细分析这次收购）。

也许观察巴菲特本人的薪酬计划是一件有趣的事。很长一段时间，他的年薪都是 10 万美元，而且从来没有奖金。根据美国证券交易委员会（SEC）最新资料显示，巴菲特的薪酬一直都是 10 万美元，但他有其他薪酬。2009 年至 2013 年间，他的薪酬总额大约能达到每年 50 万美元。当然，对于如此大公司的 CEO 来说，这点薪酬非常少，特别是如果我们考虑到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2012 年，巴菲特把他一半的薪酬还给了伯克希尔公司，用来偿还公司的邮费和个人电话等费用。巴菲特的个人薪酬反映了他在薪酬这件事上的观念。低薪酬可能是个名声问题，因为很难为他这样有才能的管理者设定“合适”的薪酬。高薪也许会招致那些等着看他笑话的人说闲话。因为各种原因，一个“象征性”的水平[①]可能会有意义，而巴菲特的薪酬主要来源于他在伯克希尔的股份。

对于董事会的组成问题，巴菲特也有非传统的想法。董事会掌控着管理者们的行为。巴菲特认为，按照《萨班斯法案》(Sarbanes-Oxley Act)的要求，在上市公司中增加独立董事没有任何价值，因为那些收入全部来自董事金的人和那些想靠被选入其他董事会来增加收入的人都不是真正独立的人。这是巴菲特对那些批评他是可口可乐公司大股东兼董事会成员的人的回答（现在这个角色已经传给了他的儿子霍华德）。巴菲特相信，股东们应该为保护自己的利益负起责任。他们是最好的独立董事，而不是他们委托的代表，即使那些代表在名义上是独立的。巴菲特引用了《圣经》中的一句话：“因为你的财富在哪里，你的心也就在哪里。”

美国媒体有时会因为巴菲特的这个立场而惩罚他。《首席执行官》杂志（*Chief Executive*）曾经发表文章说伯克希尔的董事会是全美最糟糕的。1994 年 5 月 6 日，《今日美国》发布了按照品格进行排名的董事会名单，伯克希尔公司的董事会排在最后。名单的制作者批评伯克希尔的董事会规模小，而且是以家族为导向的，没有真正的外部董事。

现代公司金融理论发现这个领域中有两个潜在的矛盾：一个矛盾存在于股东与其代理人，即公司经理之间。这是所谓的“代理问题”；另一

① 当然，对于很多人来说，这可不是一个象征性的数量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个矛盾存在于大股东与小股东之间。前者可以监管管理者，所以可以为自己的利益操控监管管理者。巴菲特已经在努力证明，在伯克希尔内部，第一个矛盾不存在。巴菲特既是管理者也是股东，而且作为管理者，他无法做出违背自己作为股东的利益的行为。第二个矛盾也得到了缓解。巴菲特努力公平地对待小股东，作为大股东，他不会区别对待他们。

例如，1980 年，因为监管制度的变化，巴菲特不得不拆分他的一家公司——Rockford Bankcorp，它是伊力诺依国民银行和信托公司（Illinois National Bank and Trust Co.）的控股公司。巴菲特通过计算发现，这家银行代表着伯克希尔哈撒韦 4% 的价值，每位股东可以选择按比例保留在伯克希尔和该银行的股份，或者较多保留一个、较少保留另一个，他将接收股东们做出选择后剩下的股份。他没给自己留任何灵活的选择。他认为，既然是他来切蛋糕，那么只有他拿最后一块蛋糕才是合适的。五年后，当他回忆起这件事时，他说，时间可以证明，那次蛋糕分得相当公平。这可能是有史以来，公司在管理实践中的最佳做法之一。很可惜，这样的例子并不常见。

伯克希尔的公司治理体系（巴菲特既是管理者又是公司所有者；董事会组成；管理者激励计划）使人想起了早期的资本主义。世界早就变得不同以往，以前，公司的管理者和所有者可以是同一个人，这种角色也没有内部冲突。经济代理人是理性的，以及它仅仅代表资本等抽象的微观经济观点也属于 21 世纪早期。看起来巴菲特已经让时光发生了倒流，他用老式方法运营公司，并让旧理论得以重生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们将在第 8 章中继续讨论巴菲特如何激励他的管理者们像公司主人那样行事。下面让我们看看巴菲特关于资本结构的观点和做法。这很可能是伯克希尔公司成功的关键因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章

The Warren Buffett Philosophy of Investment:
How a Combination of Value Investing and Smart Acquisitions Drives Extraordinary Success

伯克希尔哈撒韦的债务利用之道

巴菲特对高杠杆的讨伐

债务现在变成了被再融资而不是被偿还的东西。

沃伦·巴菲特

金融基本理论告诉我们，债务是一种比股本更便宜的金融工具。债务的使用增加了股东权益的收益。另一方面，随着杠杆水平的提高，公司破产的可能性会增加，因为盈利的小幅降低可能会威胁利息支付的稳定性，稳定利息支付需要更大的现金流。为了补偿增大的财务风险，借款会变得更加昂贵。这就中和了借款对股权回报率的正面影响。

20世纪80年代的杠杆收购狂潮为研究杠杆的使用提供了一个有趣的案例。杠杆收购的交易额从1980年的10亿美元增长至1988年的600亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元。1990年，交易额下降至40亿美元以下。[①]资料还显示，20世纪80年代，在管理层收购（MBO）交易[②]中，收购价格与EBITDA的比率出现了上升，尽管这个比率不比整个市场或整个行业的市盈率涨得更快。[③]在用垃圾债券融资的交易中，价格尤其高。交易在高风险行业中进行，有着多少更高的杠杆率。[④]巴菲特严厉批评了20世纪80年代末的杠杆收购交易。巴菲特的批评一部分是想解释为什么伯克希尔公司越来越难以找到处于合理价格的并且有吸引力的收购目标。

杠杆收购价格的上涨主要受杠杆收购融资中的债务比例所驱使。这个比例常常达到90%。早期，杠杆收购刚开始流行的时候，买方会在比较合理的基础上借款。保守的预期自由现金流冲抵了利息偿付和债务的减少。后来，如巴菲特所描述的那样，交易者的肾上腺素猛升，被收购公司的价格变得如此高，以至于全部自由现金流都不得不用来支付利息。没留下什么来弥补本金的减少。偿还债务时，郝思嘉（Scarlett O'hara）式的“明天我再想这个问题”的态度被借款人采纳，并被“新型贷款人”，即垃圾债券投资人所接受。债务现在变成了被再融资的而不是被偿还的东西。

一家公司的现金流是通过EBITDA来评估的，这一指标被认为很好地反映了公司支付利息的能力。实际上，当全部利润被用于支付利息时，

① 杠杆收购狂潮在迈克尔·米尔肯（Micheal Milken）被联邦大陪审团起诉98项勒索和诈骗后开始减弱。米尔肯及其工作的银行德崇证券（Drexel Burnham Lambert）操控了高收益债券的发行市场和二级流通市场。米尔肯被定罪。他的东家申请了破产。

② 该研究聚焦管理层收购。管理层收购是杠杆收购的一种，研究者认为，他们在这种类型的收购中能够为单个公司获得更加可靠的数据。

③ 20世纪80年代早期，市场仍然处于20世纪60年代中期的水平。但是整个20世纪80年代，由于里根经济学（Reaganomics）的成功和20世纪70年代的两位数通货膨胀得到了控制，经济出现了迅速增长。

④ 在传统理论中，某些公司被认为比其他公司更适合杠杆收购。现金流最稳定的公司是理想的对象。正如我们已经讨论过的，现金流的波动越大，债务无法偿还的风险就越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司不仅不清楚借款的本金能否被偿还，而且也不清楚投资于生产设备的维护和现代化的资金从何处来。如巴菲特所言，从长期来看，摊销不是纸上花费，而是真正的现金流。他讽刺 EBITDA 这一概念说："为什么不报告工资前的盈利？为什么不报告租金前盈利？为什么不报告所有费用前盈利？那叫做销售额。如果你看看一些特别成功的公司，比如沃尔玛和微软，我认为这些词（EBITDA）没有出现过。"

当借贷资金在融资结构中的比例较高时，人们就不可避免地要去使用昂贵的非投资级评级的借贷工具——垃圾债券。垃圾债券有很长的历史。20 世纪初，它在美国非常流行，被用于为某些行业的发展融资。大萧条时，高收益债券几乎全部消失了。20 世纪 70 年代末，它们又重新出现。1977 年，垃圾债券市场总量达到 85 亿美元，这些债券几乎全部都是发行时是投资级，但在二级市场交易时评级被降低了的债券。到 20 世纪 90 年代早期，垃圾债券已经增长至 2 400 亿美元，被降级的债券只占总量的 17%。其余的则是发行时就已经评定为低于投资级的债券。

保尔·阿斯奎斯（Paul Asquith）、大卫·马林斯和艾瑞克·沃夫（Eric Wolff）研究了在其资本结构中有垃圾债券的公司的破产率。他们发现，到 1988 年年末，在 1984 年至 1986 年间发行过垃圾债券的公司中，有 3%~9% 的公司破产了；在 1979 年至 1983 年间发行过垃圾债券的公司中，有 19%~27% 的公司破产了；在 1977 年至 1978 年间发行过垃圾债券的公司中，有 34% 的公司破产了。史蒂芬·卡普兰（Steven Kaplan）和杰莱米·斯坦恩（Jeremy Stein）发现，截至 1991 年 8 月，他们样本中的 41 家公司在 1980 年至 1984 年间经历了管理层收购，只有一家公司身处困境；在 1985 年至 1989 年间经历管理层收购的 83 家公司中，有 30 家公司身处困境。20 世纪 80 年代末的交易风险相对更大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融理论区分了两种破产。一种破产发生在公司无法生存之时；另一种发生在公司虽经营良好，却因债务太多，以至于无法支付利息之时。如果一家公司的杠杆率很高，那么哪怕是业绩最小的变动都可能会将它推至破产边缘。任何破产都与无法管理的成本有关，但是不受业务驱使的破产会更令人失望。债务发行问题还有另一面。现代金融理论认识到代理问题的存在。从债务可能对公司经理产生自律效应的角度来看，公司的大量债务也可以被看作一个有用的工具。奥利弗·哈特（Oliver Hart）和约翰·穆尔（John Moore）在一篇有影响力的文章中讨论了这个观点。如果一家公司没有债务，那么它的管理者们可能会把资源浪费在效率低的项目上。如果债务负担重，并且必须每年支付利息，那么管理者们将不会开展风险特别大的项目。

杠杆收购的环境帮助我们进一步审视了这个观点。一般情况下，上市公司的管理者们会自己设定债务级别，这不是外力施加给他们的，"纪律"是自我施加的。在进行杠杆收购时，债务的级别由买家在交易过程中决定。作为竞争性投标过程的结果，售价可能会更高，并且这种高价会引起杠杆收购后更高的债务负担。如果债务负担最终过重，规训效应就将会受到影响。[①]

巴菲特寻找的是那些不依赖杠杆刺激就会让投资资本产生高回报的公司。不使用债务（或者使用很少）的股本高回报是为伯克希尔公司的收购目标设定的正式标准之一。

收购一家公司之后，巴菲特建议被收购公司减少并逐渐结束其与银行的关系。伯克希尔成为了这家公司的银行家，使得这些公司能够充分

① 巴菲特喜欢用薪酬体系激励子公司的经理们，我们在第5章已经讨论过。他不使用债务作为约束机制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利用伯克希尔长期保持在高水平上的信用评级。1989 年至 2009 年，伯克希尔的评级是 AAA；2010 年 2 月，评级降到了 AA+；2013 年 5 月又降到 AA。伯克希尔所有的子公司都保持在 AA+ 的评级上。[①] 这个评级允许伯克希尔以很好的条件筹集资金。

当一家公司的资产负债表的两边都管理得很好时，该公司就达到了最佳状态。伯克希尔哈撒韦不仅特别注意寻找好投资，而且还特别注意优化自身的资本结构。这种优化需要选择合适的债务水平。尽管巴菲特关于借款的观点可能有其他意思，但是伯克希尔公司的杠杆水平并不能被认为是很低的。据安德瑞 • 弗拉兹尼（Andrea Frazzini）、大卫 • 卡比勒（David Kabiller）和拉斯 • 派德森（Lasse Pedersen）估算，伯克希尔公司资本结构中的杠杆占比在 1976 年至 2011 年间平均达到了 37.5%。要不是巴菲特以娴熟的技巧使用了杠杆，也许他就无法成为那样的投资家了。他取得非凡成功的一个关键原因正是使用了杠杆。伯克希尔的大多数借贷不是通过在债券市场发行债券进行的，而是通过承保保单进行的。该公司的主要业务也恰好是承保保单。理论上，保险不要求借贷。保险公司从客户那里收取保费，如果被保险事件发生，保险公司就偿付。保费的收取与偿付可能会间隔相当长一段时间——通常是数年。通过收取保费，保险公司获得了能够用于投资的资本，这种资本被保险公司称为浮存金。另一方面，保险事件最终必将发生，保险公司迟早需要做出一些偿付。从会计的角度看，保费是债务责任的一种形式。弗拉兹尼、卡比勒和派德森还估算，保费平均相当于伯克希尔哈撒韦 36% 的债务。

① 据标准普尔指数，近期的评级下降与伯克希尔的财务状态的变化没有关系，是因为评级机构用来评估保险公司的标准发生了变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯克希尔哈撒韦的保险业务及类似保险的业务

浮存金很美妙。

沃伦·巴菲特

自 2012 年开始，以非银行资产[①]计算的话，伯克希尔哈撒韦已经成为了美国第四大保险公司，以市值计算的话，它已经是世界第一大保险公司。巴菲特第一次投资保险公司是在 1967 年。当时巴菲特购买了美国国家火灾与航运保险公司和美国国民保险公司两家公司，它们专门经营汽车保险和一般性责任保险。美国国民保险公司逐渐发展成为自然灾害保险市场中最著名的公司。如今，它是一家集团公司。

20 世纪 70 年代，美国国民保险公司购买了多家规模相对小的、提供自然灾害和其他保险的公司。考恩哈斯克伤害保险公司[②]于 1970 年被收购，雷克兰火灾与伤害保险公司于 1971 年被收购，得克萨斯联合保险公司于 1972 年被收购，堪萨斯火灾和伤害保险公司[③]于 1977 年被收购。家庭和汽车保险公司、Kerkling 再保险公司[④]和 Cypress 保险公司又分别于 1971 年、1976 年和 1977 年被收购。1973 年，考恩哈斯克伤害保险公司购买了艾奥瓦州保险公司。1976 年，巴菲特开始收购 GEICO 的股份，并于 1995 年完成收购。1992 年，巴菲特购买了中部州保险公司（主营补充医疗保险和人寿保险）。巴菲特还创立了一些小公司。

① 这项统计是贝氏评级（A.M. Best）所做的，这是一家为保险行业进行信用评级的机构。

② 该公司于 2012 年更名为 Berkshire Hathaway Homestate Insurance Company。

③ 1993 年，该公司与新成立的 Oak River Insurance Company 合并。合并后的公司继续使用后者的名称。

④ 该公司于 1977 年更名为 Central Fire & Casualty Company，1980 年更名为 Redwood Fire & Casualty Insurance Company。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1998 年，巴菲特购买了通用再保险公司（General Re.）的全部股份，它是美国最大的财产 / 伤害险再保险公司。2009 年，通用再保险公司收购了世界最古老的再保险公司科隆再保险公司（Cologne Re.）。进行这笔交易时，科隆再保险公司在 100 多个国家都开设有业务。通用再保险公司在“9 • 11”事件中受到了重创，根据巴菲特在 2001 年 11 月作出的估算，该公司的损失达到了 17 亿美元。巴菲特认为损失的发生是因为公司为人为原因导致的灾难提供了保险，但是所收保费却不合理。事件结束后，这些保单被重新审核。2002 年，保险业恢复了高利润率。但是在 2005 年，公司卷入了向美国国际集团（AIG）出售保险合同以实现会计操纵目的的丑闻，因此受到了影响。这场丑闻之后，通用再保险公司更换了管理层。

2000 年，美国债务保险公司（商业 / 个人和专业的财物 / 伤害险）、芒特弗农火宅保险公司和美国保险业者保险公司（主营火灾、海运和伤害险）成为了伯克希尔哈撒韦公司的全资子公司。2005 年，伯克希尔购买了美国领先的医疗事故险提供者 Medical Protective。2006 年，伯克希尔购买了应用保险公司，它是工伤赔偿解决方案的行业领导者。从 2007 年以来，伯克希尔购买了提供轮船险和其他服务的 Boat U.S.。2012 年，伯克希尔哈撒韦的子公司国民保险公司购买了 Guard 保险集团，后者向全美的中小企业提供工伤赔偿保险。伯克希尔还拥有堪萨斯银行家担保公司，它为联邦存款保险公司（FDIC）承保金额之外的银行存款提供保险，为金融机构、董事及高级职员的责任以及其他风险提供保证。堪萨斯银行家担保公司是西科金融公司（Wesco Financial）的子公司，后者是蓝筹印花公司的子公司，我们将在后文讨论蓝筹印花公司。

伯克希尔把它的保险公司分成四组：GEICO、通用再保险、伯克希尔哈撒韦再保险和伯克希尔哈撒韦本部。针对灾祸的保险和再保险由通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用再保险和伯克希尔哈撒韦再保险公司（包括国民保险公司）提供。

巴菲特还拥有一些非保险公司，它们的现金流模式与保险业务相似。1970 年，巴菲特购买了蓝筹印花公司，该公司总部位于美国加利福尼亚州。该公司发行优惠券，并出售给参与的零售网络。零售商把优惠券作为礼物发给顾客。当顾客收集了一定数量的优惠券时，他就可以在蓝筹印花商店用优惠券兑换商品，比如玩具、厨房用品或者手表。尽管这种营销方式已经有 100 多年的历史了，但它在 20 世纪 50 年代和 60 年代变得尤其受欢迎。后来，随着技术进步带来了其他类型的客户忠诚方案，比如积分卡，这种方式逐步退出了历史舞台。

如果顾客只在一家商店收集优惠券，那么要收集到足够兑换一份礼物的优惠券需要很长时间，为了让计划更具吸引力，就需要让他们能在更多的地方得到优惠券。然而，人们要收集到足够的优惠券确实需要时间。他们也许会弄丢一些，把它们忘在装袜子的抽屉里好几年，或者在洗衣机里洗坏了，或者放在口袋里忘了。因为这些原因，流通中的未被兑换的优惠券的数量（公司债务）一直在增加。换句话说，公司事先募集了资金，后来要么以礼物的形式支付了，要么根本没有任何支付。这些募集来的资金可以用于投资。到 20 世纪 70 年代初，优惠券的年销售额达到 1.2 亿美元，流通的优惠券价值 1 亿美元；1980 年，销售额降到 1 900 万美元；到 2006 年，销售额几乎降为零。这种生意走到了穷途末路。在其运作的过程中，它产生了大量的现金流，伯克希尔用这些现金流购买了其他公司，比如西科金融公司、时思糖果和《布法罗晚报》。

从 20 世纪 60 年代开始，巴菲特一直刻意瞄准收购保险公司和类保险公司。也许，从 1951 年第一次拜访 GEICO 的办公室时，他就对保险着了迷。如我们之前提到过的，这个行业要为未来可能需要或者不需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的事务提供的一项服务，或者为与保险事件有关的偿付预先收取现金。募集的资金被“储存”和管理起来，或者用于投资，直到保险合同过期。我们现在来更仔细地研究一下伯克希尔的保险业务。

保险业务对于降低伯克希尔借贷成本的作用

如果浮存金的成本高于资金的市场利率，那么这项业务肯定没有发展空间。

沃伦·巴菲特

正如我们已经提到的，伯克希尔的资本结构中杠杆的规模平均达到总资本的37.5%，保险浮存金是总负债的36%。考虑到资本结构中有这样的浮存金水平，该浮存金的成本会对杠杆成本有重大影响，从而对公司的资本成本也会有重大影响。

在保险业中，浮存金成本被认为是某一年中收取的保费和与偿付额之差与该年总浮存金的比率。如果某一年收到的保费超出了该年的偿付额，那么资本成本就会被视为负数。

1977年，也就是巴菲特收购了通用再保险公司的那一年，他在伯克希尔哈撒韦内部公布了保险公司的资本成本数据，并且对资本成本与1967年以来的长期美国政府债券的回报进行了比较。在31年中，有17年的资本成本是负的；有9年，资本成本低于长期政府债券的回报；只有5年高于长期政府债券的回报。本质上，保费的负资本成本意味着保险客户在为了存储他们的钱而给巴菲特“付钱”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在弗拉兹尼、卡比勒和派德森的文章中，他们计算了从 1976 年至 2011 年以保险费形式出现的“借款”的成本。计算后发现，资本成本平均为 2.2%，比美国短期国债低 3 个百分点，比十年期债券的回报低 4.8 个百分点。负资本成本的年份占 60%。这个计算可能高看了“借款”成本，因为当巴菲特报告成本为负时，他们将它设为了零。

在迈克斯•奥尔森编辑的 1965 年至 2013 年间巴菲特写给伯克希尔股东的书信集里，可以找到借款成本是负值的年份的额外数据。根据这本书信集记载的数据，从 1967 年至 2012 年，有 29 年的“借款”成本是负值；从 1998 年至 2012 年，有 12 年的“借款”成本是负值。数据还显示，在某些年份，成本负的非常多，因为偿付远低于收到的保费。2006 年，成本达到约 –7.6%；1972 年和 2007 年的成本达到 –6.2%。

如果伯克希尔在那些困难的年份里没有大幅度地减少其市场占有量，那么这个负的或者极低的浮存金成本就不可能出现。如果根据管理层的计算，偿付将超出收取的保费，那么巴菲特的保险公司就不会去签发保单。

不论市场择时有多难，而且我们也已经讨论了巴菲特对证券市场择时的观点，巴菲特似乎仍然可以成功地抓住巨灾保险业务的时点。巨灾发生之后，伯克希尔表现得很活跃，而其他保险公司在计算它们的损失。在这种情况下，保险市场可以得到的资金池不足以签发新的大保单，于是保单的价格就会上涨。

巴菲特在 2004 年写给股东们的信中以国民保险公司为例，描绘了一幅训练有素的保险商画像。1986 年，国民保险公司收取了 3.66 亿美元的保费，然后开始减少其在这个市场的出现次数。在 1989 年至 2000 年间，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它每年收取的保费不超过1亿美元；2001年是1.61亿美元；2002年是3.43亿美元；2003年和2004年大约都是6亿美元。1986年至1999年的收入下降不是因为找不到业务而发生的。如果那时伯克希尔愿意降低价格，它可能会收取几十亿美元的保费。然而，公司为保单定价是为了获得利润，而不是与其他保险公司竞争。伯克希尔从未离顾客远去，是顾客离开了伯克希尔。“9 • 11”事件后，巴菲特频繁地举行了各种活动。

有一段时间，似乎巴菲特的“市场择时”已经创造了一种非常有利可图的业务。1993年至2003年间，超巨灾保险的利润率达到了43%~44%。后来的几年，该业务不那么好：2004年、2005年以及2010年至2012年都出现了亏损；2006年、2007年和2009年是盈利的。

这个行业对亏损的记账不计入投资保费的收入，即使收入额可能非常大。自2000年以来，除了2001年，伯克希尔的全部保险业务（不只是超巨灾保险）创造的投资收入额每年都高于承保损失（参看表6—1）。

表 6—1　2000 年—2012 年伯克希尔哈撒韦保险业务部门的净盈利

	承保盈利 / 亏损（百万美元）	投资收入（百万美元）
2000	–1 041	1 946
2001	–2 654	1 968
2002	–284	2 096
2003	1 114	2 276
2004	1 008	2 045
2005	27	2 412
2006	2 485	3 120
2007	2 184	3 510
2008	1 739	3 610
2009	949	4 271

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

	承保盈利 / 亏损（百万美元）	投资收入（百万美元）
2010	1 301	3 860
2011	154	3 555
2012	1 046	3 397
2013	1 995	4 735

来源：伯克希尔哈撒韦，1995—2013 年。

公司的员工薪酬体系鼓励员工在困难的年份里离开市场，高级经理的薪酬基于他们所创造的资本回报制定。伯克希尔哈撒韦旗下的保险公司的其他员工缺乏帮助公司成长的动力，因为他们不担心在困难时期被解雇。巴菲特的策略是在业务缩减期间保留员工。他宁愿承担人员成本，也不愿意承担在没有使资本回报最大化的情况下签发尽可能多的保单所可能带来的巨大损失。1991 年，也许是开玩笑，巴菲特向他的保险业务经理许诺，伯克希尔将为他们购买高尔夫球会员证和乡村俱乐部会员证，如果他们保证在工作时间打高尔夫的话。巴菲特在市场不好时不想让他们上班时间坐在办公室里，以证明他们可以随叫随到。

通过比较他对保险业务的管理方法与通常的行业惯例，巴菲特发现，大多数保险公司无法复制伯克希尔公司的管理理念。像可能引起伯克希尔公司在 1986 年至 1999 年那样大的收入下滑的经营模式不会有上市公司采纳。多数美国公司秉持拒绝业务量持续下降的“机构责任”。巴菲特认为，没有 CEO 有勇气向股东汇报不仅过去的一年业务出现了收缩，而且会继续减少，特别是定价过低的保单所带来的后果可能在几年里都不明朗的时候。代理们不愿意减少业务，因为他们害怕下岗。他指出“为了避免收到解雇通知书，员工们会使不恰当的定价合理化，并告诉自己说为了公司不受损失必须忍受定价糟糕的业务。”否则，这些员工会说公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不会参与他们一致认为是指日可待的复苏。

然而，巴菲特的保险业务不只是成功的市场择时。保险是一种“大路货”业务。在需求超出供应或者生产者的成本比较低的情况下，“大路货”销售就可能获得高利润。伯克希尔旗下的国民保险公司专营超级巨灾保险，它寻求通过掌握保险需求的时点来赚钱，而GEICO靠低成本来赚钱，因为它不使用代理服务。

巴菲特还成功将品牌元素引入了他的保险业务。伯克希尔公司是世界上最大的保险公司之一，而且在某些人看来，它还是世界上最可靠的保险公司之一。[①] 这个地位让公司签发的保单比其他保险公司更能获得更高的利润。交易的规模也起到了作用。阿吉特•贾因（Ajit Jain）和巴菲特一起管理灾难保险或突发事件保险。他发现，当涉及独特的、大型的或独特的交易时，伯克希尔公司往往是第一个接到询问的。这可能就是伯克希尔这一品牌的贡献。

巴菲特的保险业务涉及超级巨灾保险并不完全是偶然的。在超级巨灾保险中，偿付时间和保费收缴的时间相距甚远。损失不是在灾难发生的年份入账，而是在损失评估结束之后。同时，收到的保费被用于了投资。持有所收集的资金的时间越长，这些资金的投资盈利就越高。巴菲特的投资能力使其保费投资的回报高于其他保险公司。投资成果得到巩固，保费被用于能获得更丰厚利润的投资，这有助于保险业务的发展。

在保险市场这个细分行业中，保险公司的声誉起着最重要的作用。损失的规模可能是巨大的，但是伯克希尔能够支撑500亿~600亿美元

① 伯克希尔及其5家财产险和伤害险子公司在保险公司中的评级最高（A++，或最高），这是由A.M. Best Company给出的评级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的损失。巴菲特在营销其公司作为保险商的可靠性方面的技能也很强大。比如在 2004 年，他向市场保证，伯克希尔公司已经完全准备好应付 1 000 亿美元的行业损失，这被很多保险公司视为“不可思议”。如果出现这样的损失，伯克希尔公司将分担 3%~5%。该公司的盈利会轻松地超出这个损失，伯克希尔公司的支票能够“第二天”就清账。最近几年，巴菲特说已经有 2 500 亿美元的超巨灾相关损失，这是巨灾保险历史上总损失的 3 倍。巴菲特向股东们保证，在这样的情况下，其他主要保险公司和再保险公司会出现赤字，其中有些会资不抵债，而伯克希尔公司却还有“适当的”利润。

伯克希尔作为准债务的衍生品合同

当长期（期权）类型被估值时，布莱克－斯克尔斯期权定价模型就产生了奇怪的结果。

沃伦 • 巴菲特

巴菲特对衍生品的观点在其 2002 年发表的演讲中表述得最清楚，这次演讲发表于 LTCM 破产之后、最近发生的金融危机之前。他把衍生品比作金融类的大规模杀伤武器。从个人角度看，期权交易比股票交易的风险要大得多。从社会是一个整体的角度来看，如果金融界集体发行衍生品会间接地产生杠杆效应并增加货币供应。这个影响货币供应的机制是借助衍生品，不用花资产价值的那些钱就有可能购买——或者更准确地说是“保留”——各种资产的购买权。现在人们已非常明白，已发生衍生品的名义规模的增长可能会引起泡沫的形成，并且所有的泡沫最终都会破灭。金融机构使用信用衍生产品促成了经济体中的举债经营和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去杠杆化的循环。衍生品原本就会使金融系统不稳定，系统变得更加波动。

尼古拉斯·邓巴说，大机构发行担保债务凭证（CDO）是对《巴塞尔协议》资本充足率要求的一种操纵，这最终导致了金融市场的危机。这种操纵使机构将债务股本保持在一个较高的水平，而监管部门认为这种债务股本比例的风险太大。然而，除了“大规模杀伤”因素，衍生品也有“和平”的目的。这就是巴菲特涉及之处。

当签定衍生品合同时，巴菲特试图纠正布莱克－斯克尔斯模型的缺陷，这个模型被用于为衍生品估值。他认为这个模型是不完全准确的，它的发明者也有类似的观点。他发现，从长期来看，这个模型不那么适用，因为长期波动对期权价格的影响不如短期的影响那么大。我认为，巴菲特不同意股票期权或者股价指数期权的价格不依赖它的合理水平的这一假设[①]。

让我们看看一个简单的例子。一只股票的价格在100美元附近震荡，短期内没有发生什么特殊事件，所有的变化都是随机的。如果股价在100美元上下30美元的范围内浮动，那么一个有权在110美元执行价购买股票的买入期权比股票在上下15美元范围内浮动的要贵。第一种情况下，最多支出20美元（130美元～110美元）；第二种情况下，最多支出5美元（115美元～110美元），低于购买期权的价格。让我们假设期权在10年后到期。我们希望股价在这段时间内翻倍，最终达到200美元。如果波动率保持不

① 根据布莱克－斯克尔斯模型，如果两只股票有相同的市场价格和波动性，那么，在其他情况都相同的情况下，如果执行价相同，这两只股票的买入期权的成本相同。不过，如果一只股票的价值相对于其合理水平被低估了，并且如果第二只股票处于其公允价位上，那么第一只股票的期权应该比第二只股票的期权贵很多，因为第一种情况下，执行价超过成交价的可能性要比第二种情况大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变，那么在第一种情况下，股价将在 140 美元 ~260 美元之间浮动，而在第二种情况下将在 170 美元 ~ 230 美元[①]之间浮动。当持续时间这么长的时候，执行价为 110 美元的期权价值将不会受到影响。即使在最坏的情况下，股价将会比 110 美元高很多。市场的上涨趋势将抹杀波动性对期权价格的影响。

我们不清楚巴菲特在 2006 年至 2008 年间销售押注于世界四大指数（标普 500、富时 100 指数、欧洲斯托克 50 指数和日经指数）的长期欧洲期权时是如何解释其期权价格的，但是也许这次交易反映了巴菲特对于期权估值和真正成本的个人观点。无疑，如果没有反映的话，交易就不可能发生。巴菲特在交易中获得了 49 亿美元，这笔钱是伯克希尔公司投资的。公司没有交易对手的风险，能够按自己的喜好使用资金。某种意义上，这些资金像是如今已经收取的保费，以后可能还得分发出去。伯克希尔的声誉一定在这种交易中起了重要作用。市场或者卖出期权的买家都非常信任伯克希尔的为账单付款能力。

如果这些证券指数在未来某些日期之前降至期权销售时的市场水平之下，这些买家有权从伯克希尔公司得到补偿（在 2019 年至 2027 年间的某些时点）。如果市场降至零或者不复存在，那么最高补偿额将达到 371 亿美元。比如，如果市场下降 25%，那么伯克希尔公司就将支付 90 亿美元。

2007 年至 2008 年，世界股市大幅下跌。使用布莱克 - 斯克尔斯模型记账的伯克希尔公司不得不在 2008 年冲销了 100 亿美元。收取的保费将这个亏损降至 51 亿美元。但是，亏损只存在于纸面上。

---

① 为了坚持波动率不断变化的假设，股价浮动的范围必须随着价格水平的提高而扩大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这笔交易受到了美国证券交易委员会的注意，巴菲特必须向监管部门作出解释。信贷机构争相降低伯克希尔公司的信用评级[①]——这是伯克希尔公司获得 AAA 评级后第一次被降低评级。直到这次降级之前，伯克希尔是仅有的六家拥有最高评级的机构之一。

这些亏损会继续仅仅停留在纸面上吗？也许是。首先，如果巴菲特以 10% 的年回报率投资 49 亿美元（在现在的条件下，他能够获得这个回报率；此外，这大致与标准普尔指数的历史回报率相同[②]），那么 15 年后他将累积大约 205 亿美元，20 年后他将累积 330 亿美元[③]。第二，股市到那时很可能上涨而不是下跌。从长远看，不仅当前的危机会结束（许多人认为危机已经结束了），其他危机也来了又去，而且股市将考虑通货膨胀和许多轮量化宽松政策的影响，并将消化公司盈利的增长。

在较长一段时期内，要使世界股市的名义价值根本不增长，其实际价值必须非常强烈的下跌。我们可以估计，如果通货膨胀每年达到 3%，那么 2008 年至 2019 年，股票实际的跌幅必须达到 27% 才能让指数保持稳定。这是可以想象的。1982 年的道琼斯指数与其在 1966 年的水平相当，或者按实际价值计算，前者是后者的一半。2008 年至 2012 年的量化宽松规模如此之大，以至于在实践中，股票的名义价格出现大幅下降是极不可能的（按名义价值计算）。指数是否可能比达成交易时的历史水平降低 25%？即使在这种情况下，伯克希尔公司只会亏损 90 亿美元，同时

① 分析师还认为这次信用评级的降低是因为公司募集了大量债务去购买伯灵顿北方圣菲铁路公司。我认为，这笔交易不应该对伯克希尔的信用评级产生重大影响。与伯克希尔的资产负债表资产价值相比，这笔交易的绝对金额不大（交易金额为 80 亿美元，而 2010 年伯克希尔资产负债表规模为 3 720 亿美元）。

② 我们在前面的文章中引用了支持这个估算的研究。

③ 在 2011 年巴菲特写给股东的信中有一个解释：一些合同可以在到期之前终止，但是那样的话，巴菲特会留下所收取的一部分保费。截至 2015 年初，有些合同应对手要求终止了，伯克希尔公司获得了相当大的利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能在再投资业务上盈利 250 亿美元（如果我们假设巴菲特的投资实现了 10% 的回报率）。

并不是全部交易细节都被披露了。比如，我们不知道执行价被确定在市场的何种水平。交易达成时，标普指数在 1300 点 ~1500 点之间波动。可能巴菲特又发现了一座金矿——2014 年 12 月，该指数涨至 2 000 点以上。

看上去华尔街可能低估了巴菲特对衍生品的了解。珍妮特·塔福克里讲过这样一个故事。

2006 年秋天，我与纽约的一位朋友聊天时提到了沃伦·巴菲特和我对信用衍生产品有着相似的观点。这位朋友现在是一种被称为“相关性交易”的华尔街结构产品的交易者，他皱皱鼻子说：“那个老头？他仇恨衍生品。”

仇恨？根本不！巴菲特了解并喜欢衍生品，而且还用得相当成功。截至目前，巴菲特似乎才是我们刚刚探讨的交易的赢家。



在前面的章节中，我们仔细地探讨了巴菲特的投资原则：如何选择投资目标，投资者应该如何行动，原则之间有何联系，哪些金融理论是巴菲特投资方法的基础。现在我们将列举巴菲特的一些投资案例，来说明他是如何将他的原则付诸实践的。希望你能找到他成功的其他秘诀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章

The Warren Buffett Philosophy of Investment:

How a Combination of Value Investing and Smart Acquisitions Drives Extraordinary Success

早期的收购：策略明朗

前人栽树，后人乘凉。

沃伦·巴菲特

我们已经分析了概念和原则，下面我们开始更仔细地考察它们的实际应用。我们先看看巴菲特早期的一些交易。我认为，我所列举的第一例收购案是巴菲特通过灵活地运用心理学技巧来完成的。我们可以通过第二例收购案研究巴菲特的个人品牌和协助市场营销对公司表现的巨大帮助。也许巴菲特的参与将公司的利润提高了一个数量级。第三例收购案显示他能够灵活地对待竞争——先大致观望，直到所有竞标者精疲力竭，然后再以非常有优势的价格得到公司。最后这笔交易很有趣，因为巴菲特罕见地收购了一家上市公司。

内布拉斯加家具卖场

我宁愿与灰熊搏斗，也不想和 B 夫人及其后人搏斗。

沃伦·巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

早期成功收购的有趣例子是1993年购买了内布拉斯加家具卖场（NFM）。巴菲特在当年的年度报告中描述了这笔交易。他表扬了NFM的所有者——罗斯·布朗金（Rose Blumkin），她是一位来自俄罗斯的移民，创立了美国最好的家具和地毯商店之一。人们称布朗金夫人为B夫人。1937年，她用卖旧衣服所得的500美元创建了这家商店。她曾经濒临破产，不得不把自己的家具卖给债主来还债。后来，她又遇到了几场官司，有人起诉她不公平竞争，以不合理的低价出售商品。她向人们证明了以她的价格出售家具有可能盈利从而打赢了官司，而且还因为这些官司名声远扬。在赢了其中一场官司后，她成功地以1 400美元把她的地毯卖给了审判长。

1983年，布朗金夫人已经90岁了，她仍然一周工作七天，管理着公司的日常事务，担任董事长，并像地毯销售人员一样工作。她用的全是自己的资金，最后一次借钱是在1950年。

布朗金夫人的商业模式似乎十分简单。她以非常低的价格买下库存，经营成本非常低的业务，以微小的加价出售产品。这个策略被证明是非常成功的。创办这样的公司没有什么方子，但是一旦获得主导地位，巴菲特的“最强者生存”定律就开始起作用了。

现在我们看看如何评价NFM的经济效益，还有巴菲特购买它的价格是高是低。伯克希尔购买了该公司90%的股份，剩下10%留给了布朗金家族。据罗伯特·迈尔斯所说，巴菲特在该公司的股份最终减少至80%，因为布朗金家族保留了买回10%股票的选择权，并真的买回了。从1983年致股东的信中我们得知，公司当时有1亿美元的营业额。“盈利来源”这一部分中说NFM为伯克希尔哈撒韦带来了约380万美元的净利润。我们无法估算该公司的年净利润，因为上述金额指的是公司在被收购后的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈利，而且我们也不知道交易日期。

一家公司的利润率只有在一年后才能被外人看清。我们从1984年巴菲特致股东的信中得知，公司在营业额为1.15亿美元时大约有1 450万美元的税前利润。巴菲特还评论说这是美国营业额最多的一家家具店。对于一家折扣零售公司来说，12.6%的税前利润率是相当好的。而且，毛利率也达到了22%。NFM以低于美国同类公司一半的运营费获得了高利润率。巴菲特详细地讲解了NFM的商业原则，并评价其管理非常完善。显然，NFM正在以惊人的速度成长。1984年，它的营业额增长了15%。

最后，巴菲特提到了收购价格。他出资5 500万美元购买了NFM 90%的股份。这表示整家公司的估值是6 100万美元。如果我们假设息税前利润（EBIT）与营业额的增长速度一样，那么收购当年的税前利润就应该达到了1 260万美元。公司被收购时，公司价值（EV）/税前利润[①]的倍数就应达到了4.8倍。对于一家迅速成长并在区域市场获得了主导地位且利润率非常高的公司来说，这已经是很低的价格了。[②]巴菲特是如何做到以这样的有利价格购买了NFM呢?

在收购NFM之前，巴菲特一直在考虑要将它收入囊中。他不止一次尝试过收购该公司。他从第一任妻子苏珊那里知道了NFM，苏珊是布朗金家族的朋友。他第一次提出的价格因为被认为“太便宜”而遭到了拒绝。B夫人的儿子路易（Louie）坚持说他曾经无意间听到母亲对巴菲特

① 公司价值（EV）是买入全部股份的价格加上长期负债净额（长期债务减现金）。在这个计算中，我把长期债务设为零，但它也可能是负值，因为大家知道该公司没有债务，也可能有自由现金。如果真是这样，倍数会更低。

② 别人认为他便宜地买到了公司，但巴菲特似乎不同意这种说法。在2014年的股东大会上，他说NFM“不是廉价的收购”，因为还有一个买家。这意味着巴菲特没有排除以更低的价格收购NFM的可能性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说“你想偷走它”。亚当·斯密在其《超级金钱》（*Supermoney*）一书中讲了一个他与巴菲特的故事。

我们正驾车行驶在奥马哈的街道，这时我们经过了一家大型家具商店。这里我不得不使用字母代替那些数字了，因为我记不住。“看见那家店了吗？”沃伦问。“那真是一家好公司。它面积A平方米，年营业额达到B，库存只有C，资本转换额达到D。”

“你为什么不买它？”我说。

“它归私人所有。”沃伦说。

“哦，”我说。

“也许，我无论如何要买到那家商店，”沃伦说，“某一天。”

“那家商店”就是NFM。亚当·斯密的这本书最初出版于1972年出版，所以这段对话应该不晚于20世纪70年代初。

巴菲特的前儿媳玛丽·巴菲特（Mary Buffet）在其2002年所出版的回忆录中提到了有关这次收购的一些有趣的细节。1983年，巴菲特去NFM找到了布朗金夫人。“当他找到了她，就骄傲地宣布他想买下她的商店，因为那天是他的生日。她用浓重的俄罗斯口音回应说，她愿意以6 000万美元的价格将商店出售给他，一分也不少。他说‘成交’，然后就走出了商店。一个小时后，他就带着支票回来了。当她问他是否想要在给她支票之前去会计那里看看账簿时，他回答说，‘不，我更信任你’”。

交易真的是在一个小时内完成的，并且没有经过审计吗？据罗杰·罗文斯坦说，巴菲特在此之前已经确定了该公司的状况。他已经检查了公司的纳税申报单，在那儿可以看到利润。正式的审计也不一定有用。即使巴菲特发现了不一致，他也不可能用这个信息压低购买价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布朗金夫人可能会将审计视为羞辱。发现任何不准确的信息都可能直接导致交易终止。此外，巴菲特信任布朗金夫人，不怀疑她的诚实。

交易的其他细节在巴菲特授权的传记中被曝光了。原来巴菲特已经听说罗斯·布朗金在考虑出售。她的家族正在与来自德国汉堡的家具零售商谈判，这家零售商经营着世界最大的家具商店，其商业模式与 NFM 的相似。巴菲特先和布朗金夫人的子女和孙辈们进行了谈判。他写信给他们说，如果他们可以推迟出售，他们可能会得到更多钱。他还谈到，如果把公司卖给不同类型的买家会有什么坏处。像汉堡这家公司这样的行业买家将会忍不住干扰公司的管理。一位财务投资者（巴菲特称之为“金融操纵者”，这是有趣的措辞）可能过一段时间就会卖掉公司或者进行 IPO，因为金融买家通常会在这样的交易中使用大量的借贷资金。在某种意义上，这都是巴菲特常用的说法，他曾在谈判中多次使用过。

最终，罗斯的家族私下同意了巴菲特购买他们的公司。巴菲特也发现，德国人虽然出价 9 000 万美元，但罗斯是犹太人，历史原因引起了她的不快。巴菲特似乎已经充分掌握了这些情况，并且他是与罗斯的家人私下讨论之后才来到了他的商店，并以他的“生日”为借口来买下她的公司。

虽然收购前没有审计，巴菲特并没有受到损失。收购完成后进行的审计发现，库存价值比布朗金夫人以为的要高很多。她重新为 NFM 进行了估值，定为 8 500 万美元，然后说：“我不会食言的，但是我很吃惊。他从没有思考过一分钟，但他肯定研究过了。我敢说他知道。”后来她又重新估了值，为 1 亿美元。我们也同意这个估值，因为它大约是年净利润的 10 倍。这样的价格非常合理，特别是此次收购发生在非危机年份（1983 年没有危机）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特了解罗斯的性格，这可能也在交易中起了作用。巴菲特在致股东的信中把罗斯描绘成一个意志坚定、顽固、近乎独裁并且不会受他人影响的人。巴菲特评价说："她是一个坚强的母权人物。在她圈圈点点之后，协议就定下了。"2000 年之后，有关这次交易的其他细节也被曝光了。罗伯特·迈尔斯写了一本关于伯克希尔子公司 CEO 的书，并且访问了他们，书中引述了罗斯·布朗金的话："我厌烦了孩子们总想指挥我。所以我想'我会卖掉公司，让他做我的老板'，他不会干涉我。"我们从巴菲特 1991 年在圣母大学（Notre Dame University）所做讲座的发言稿中发现，罗斯只拥有公司 20% 的股份，其余都已经转给她的后人了。也许巴菲特这位天才心理学家察觉了她与后人的紧张关系，于是以某种方式让她相信自己不会干涉她对公司的管理。这对于罗斯很重要，因为她喜欢领导公司。她可能已经准备好了为此牺牲一部分卖价。

在出售的时候，B 夫人就已经明白她的价格低了。巴菲特在接受他授权的传记《滚雪球：巴菲特和他的财富人生》的作者采访时承认，罗斯把公司卖给他后说："在你生日这一天，你买了一口油井。"

巴菲特确实买了一口"油井"，此后"油井"一直在运转，但是 B 夫人没能长时间地享受安静地运营公司。1989 年，她和儿孙们发生了一次激烈的冲突。"他们过多地干预了我的工作，"罗斯说，而且她的亲戚们有时会代替她行使责任，她无法买任何东西。她的亲戚通知生产商，家族不会为她埋的东西埋单，如果生产商的销售人员直接与她谈，家族就不会买他们的产品。这让罗斯"非常生气"，所以，某天早上她离开了 NFM。"沃伦·巴菲特就像天使一样，他说'没有人像我一样，我不在乎你年纪多大，你做得棒极了'。可是后来，他跟他们站在了一边，他从来没有向我道歉，从来没有。我被他骗了，我还以为他是天使。"布朗金夫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人忿忿地说道。

在离开 NFM 后，B 夫人并没有退休。她在隔壁开了一家新店。她发现自己依然喜欢被媒体关注。她开始对记者说巴菲特不再是她的朋友。她宣布自己在 NFM 旁边开了一家新店销售地毯，以报复巴菲特没有善待她。1991 年，仅仅在运营了两年后，新店不仅盈利了，还成为了奥马哈第三大地毯商店。1991 年 12 月 1 日，布朗金夫人 98 岁生日过后的第二天，巴菲特走进她的商店，希望与她和解。他买了 24 朵粉红色的玫瑰，还有一盒 5 磅重的时思巧克力。自从她开了新店后，他们一直没有好好说过话，但是这次，他和解的愿望受到了礼遇。“他是一位真正的绅士。”B 夫人这样说。几个月后，她把新店以大约 500 万美元的价格卖给了 NFM。

第一次收购后，巴菲特决定不签署竞业禁止协议，他认为没有必要，因为 B 夫人当时已经 89 岁了。第二次收购后，罗斯主动要求签署竞业禁止协议，巴菲特也没有拒绝。第二次收购比第一次更保密，所以也无法估算价格是高是低。一位从未真正学会说英语或者写英语的“简单”女士，却成就了一项让巴菲特不只一次想要购买的业务。

波仙珠宝

我想强调，你们的董事长是能做些事情的。

沃伦·巴菲特

1989 年，巴菲特购买了奥马哈的另一家家族企业——波仙珠宝。这次收购的财务条款一直没有披露，所以无法评估价格是高是低。收购这家公司是巴菲特在公司中寻求协同效应的一个例子。第 5 章讨论了巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对运营中的协同效应不感兴趣，但是喜欢财务协同效应或者他个人品牌的协同效应。收购波仙珠宝可以被视为后者的例子。

波仙珠宝是罗斯·布朗金的亲戚弗里德曼家族的企业。1948 年，弗里德曼家族购买了一家小珠宝店。他们使用与罗斯一样的策略占领了市场份额：尽可能便宜地购买商品，然后以尽可能少的加价出售，于是吸引了大批顾客。他们会以低价购买商品，这就使他们能够以较低价格将商品卖给顾客，较低的零售价格产生了较大的营业额，然后产生了较大的利润。波仙珠宝能够将运营成本占其收入中的百分比保持在美国其他同类商店的大约 45%。截至 1990 年，据巴菲特估算，波仙珠宝的营业额位居第二，仅次于纽约的蒂芙尼。

波仙珠宝的所有者和实际管理者是艾克·弗里德曼（Ike Friedman），他在业界是位传奇人物。苏珊·杰克（Susan Jack）在艾克·弗里德曼突然去世后接手了公司，他相信巴菲特对波仙珠宝感兴趣的一个原因是巴菲特对他感兴趣。

根据迈尔斯的记录，收购是 1989 年 2 月巴菲特与弗里德曼会面时谈成的。谈判进行了 10 分钟。巴菲特问了 5 个的问题，这 5 个问题分别关于销售、毛利润、费用、库存以及弗里德曼是否愿意继续留在公司。艾克根据记忆回答了前 4 个问题，并肯定地回答了第 5 个问题，说他愿意留下。巴菲特说了他要出的价格，没过多久，他们就来到巴菲特的办公室，并且完成了收购。巴菲特购买了公司 80% 的股份，其余的 20% 留给弗里德曼家族。

从巴菲特 1989 年（即购买波仙珠宝那年）致股东的信中我们看到，他用溢美之词描述了波仙珠宝："你们从没有见过像波仙这样的珠宝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

店……在所有价格区间中都有大量的精品。”在这封信中，巴菲特又告诉我们，每两年，他会与一群朋友非正式聚会一次，一起享受休闲时光并且讨论不同的话题。巴菲特没有提到这群人中都是他圈子里的人，其中包括比尔·盖茨，他于 1991 年与巴菲特相识后就加入了进来；有凯瑟琳·格雷厄姆，她一直参加聚会直到 2001 年离世。收购波仙珠宝之后，巴菲特邀请艾克·弗里德曼在加利福尼亚州圣达菲的一家豪华酒店为这群人发表演讲。巴菲特说，这次演讲的目的是给他们上一堂珠宝课。艾克决定让这群人头晕目眩，于是带来了价值 2 000 多万美元的珠宝。巴菲特回忆说，当时他非常担心这些珠宝的安全，还特意问艾克安全措施是否得当。艾克解释说，他更换了保险柜的锁的密码。即使酒店管理人员也不知道密码是什么，两个荷枪实弹的强壮保镖守卫着保险柜。但是，其实里面并没有珠宝。

某种意义上，这个故事说明巴菲特在帮助波仙珠宝推广其品牌。为世界上一些最富有的人群做演讲并展示产品是这类品牌可以建立起的最有价值的公共关系。波仙珠宝提供邮件订货，顾客可以从目录中挑选珠宝，然后波仙珠宝负责把这些货品送到他们手中，如果顾客不喜欢还可以退换。巴菲特在年度报告中分享这个故事可能也是一种营销手段，因为很多人会去读年报。巴菲特的股东们读了信中关于波仙珠宝的信息后，很可能订阅目录并成为他们的顾客。

后来，波仙珠宝又形成了一个新的惯例。在伯克希尔年度股东大会的前一天，波仙珠宝店会比平时早关门几个小时，但是会继续向伯克希尔的股东们开放。那些按照行业标准，本来价格就低的珠宝还会有额外的折扣。在巴菲特致股东的信中可以追踪这个新惯例的发展过程。1990 年至 1991 年，股东开会的酒店会安排两辆班车送他们到波仙珠宝店。从 1992 年开始，珠宝店会在股东年度会议的星期日专门营业 6 个小时。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1993 年，巴菲特和芒格都参与了珠宝销售。巴菲特在 1994 年的信中提到了之前的“股东星期天”专场，珠宝店创造了最高营业额。在 1996 年的信中，他讲到在前一年的股东星期天专场中，珠宝店在销售单、销售额和单位面积的参与者数量上都破了纪录。

1997 年，巴菲特宣布查理·芒格会为顾客签名。“可以找查理签名，不过，他只会在波仙珠宝的销售单上签名。”巴菲特笑着说。第二年，巴菲特引用的统计数据显示，1997 年股东星期天专场的销售额比前一年高了一倍，销量比珠宝店历史上任何一天的都高很多。巴菲特说：“波仙珠宝店在那天开张的 8 个小时中共开出了 2 501 张销售单。对于你们当中那些数学不太好的人来说，这相当于每 11 秒就开出一张销售单。”2000 年以后，波仙珠宝为股东们做了两件事：芒格和巴菲特都会签名，但是他们只在销售单上签。这些内容在巴菲特致股东的信中是用斜体字标出的。

巴菲特让股东们相信，因为该商店的加价低或者说是业界最低的，那么买得越多，节省得也越多。巴菲特承认这个说法是个旧式的广告方法，他还讲了一个他小时候就觉得很有意思的笑话。一个小男孩回家说他错过了有轨电车，但是因此省了 5 分钱。他爸爸怒气冲冲地说：“你为什么不错过一辆出租车并省 85 分钱呢？”

巴菲特在 2004 年致股东的信中承认销售额比前一年增长了 73%。2004 年，销售额额外增长了 9%。该珠宝店还卖出了 5 000 个伯克希尔大富翁游戏，然后存库也告罄。最后，因为买波仙珠宝的人太多，股东特价时间从 1990 年至 1991 年的几个小时延长到了 2005 年的两个星期。2013 年的特价持续了 13 天。

这种促销办法被推广至伯克希尔旗下公司生产的所有产品。1988 年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参加年度股东大会的伯克希尔股东在NFM购买了价值57 000美元的商品。随后的几年，该商场为股东专门举办了销售活动。伯克希尔为股东们安排了大巴，会议结束后把他们送到卖场去。股东们的周末专场为奥马哈的卖场[①]带来了占年度总销量大约10%的销量。对于某些公司来说，比如波仙珠宝，这种营销方法起着非常重要的作用，结果很可能是销售额增加了一个数量级。在致股东的信中，巴菲特建议所有股东好好检查他们为汽车保险支付了多少钱。根据GEICO的估计，大约40%的投保人可以转到该公司提供的保险从而节省保费。巴菲特在伯克希尔网站的“来自沃伦·巴菲特的消息”这一板块下推荐GEICO。

2001年，收购NetJets后不久，巴菲特开始在他的年度信中宣传该公司可以为股东提供的服务内容：“我相信巴菲特家族比其他任何家族都享受到更多的产权共享飞行时间——我们每年飞行超过800小时。如果你还在犹豫，那我们可以告诉你，我们使用的飞机和机组人员与服务NetJets其他顾客的完全一样。”有时候，巴菲特会亲自参加NetJets的路演。

年度股东大会时，股东们可以买到伯克希尔公司有折扣的产品样品，比如《世界大百科全书》(*the World Book Encyclopedia*)、时思巧克力和伯克希尔公司制作的鞋子，也可以申请GEICO保险。资产管理人杰夫·马修斯（Jeff Matthews）参加了2007年和2008年的伯克希尔年度股东大会，他把这些经历写成了一本书。他看到大量人群簇拥在商品柜台附近，他想伯克希尔公司是不是世界上唯一一家能成功地在年会上赚到钱的上市公司。

① 截至我写本书时，NFM现在有三家卖场，一家在奥马哈市，一家在堪萨斯城，还有一家在得梅因（Des Moines）。另外，还有一家卖场即将在达拉斯开门迎客。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特亲自到场的商业活动吸引了很多人。2008 年的股东大会有 27 000 人参加。[①] 他们不只是来购物和投票的（投票没有必要，因为巴菲特控制着公司，他的家族和查理·芒格的投票就可以让他推行任何他想要的决定）。股东们来到世界上最伟大的投资者的公司来参加社交活动。年会的别名为资本家的伍德斯托克音乐节。年会还有一个名号：BRK 节[②]。

年会的官方饮料是樱桃味的可乐。巴菲特告诉每个人，他是这种饮料的忠实粉丝，他的办公室中这种饮料供应充足（这位亿万富翁的简单习惯为众人所知。巴菲特的医生明显发现，每当谈到健康问题，巴菲特会主要参考遗传因素）。

不过，说他不喝别的饮料也许夸张了。安德鲁·基尔帕特里克（Andrew Kilpatrick）是这样描述他与巴菲特所共进的一餐的："他点了咸肉、莴苣和番茄三明治，还有沙拉和冰茶。当我点可乐时，他说'好啊'。" 著名金融评论员路易·鲁凯泽（Louis Rukeyser）也讲了他与巴菲特共进午餐的故事："以前别人告诉我巴菲特……除了樱桃味的可乐从不喝别的。但是当我点了冰茶时，他立即说'看上去不错。给我也来一杯。'" 尽管如此，巴菲特仍然是一位卓越的可口可乐广告执行人。1985 年，他承认自己是可口可乐的粉丝："忠实地喝了另一种软饮料 48 年后，你们的董事长做出了前所未有的灵活决策——现在开始喝新的樱桃可乐。" 1989 年，巴菲特买下了可口可乐的一大笔股份（我们已经在第 2 章中讨论了他对该公司的投资）。

---

① 每位股东有权邀请 4 位客人来参加年度股东大会。《华尔街日报》估计，2014 年大约有 40 000 人参加了会议。

② BRK 是伯克希尔的股票代码。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特喜欢偷偷做普通人。伯克希尔公司的 Jordan's 家具开新店时，他在仪式上吃了好多爆米花。在为爱达荷州 RC Willey 新店剪彩时，巴菲特幽默又谦虚地说："我想强调，你们的董事长是能做些事情的。"召开年度股东大会访问 NFM 时，巴菲特躺在一张床垫上说："我最终做了我毕生唯一真正想做的一份工作——床垫检验员。"在公众场合，巴菲特从不忘记做优秀的营销推广工作。

斯科特－费策尔公司

在竞标中，更聪明的一方是失败方。

沃伦·巴菲特

1985 年年末，巴菲特进行了一次（对他而言）非同寻常的收购：他购买了一家上市公司。斯科特－费策尔是一家总部设在美国俄亥俄州的综合性公司。它提供金融服务、出版了《世界大百科全书》，并且生产油和天燃气炉子、抽水机、空气压缩机、家用电器（比如名为卡比的真空吸尘器）等其他产品。该集团拥有 16 家公司。公司的 CEO 拉尔夫·舒伊雄心勃勃。1984 年，它的总营业额达到了 6.95 亿美元，每股收益 102.9 美元，这与 1983 年 6.35 亿美元的营业额和每股 94 美元相比上涨了 13%。净利润从 3 220 万美元上涨了 26%，达到了 4 060 万美元，每股收益从 4.8 美元涨至 6 美元。这家公司几乎没有债务，并且有着充足的现金储备。1984 年 4 月，资产负债表显示有 970 万美元的流动资金，相当于每股 14 美元。在分析者看来，它的养老基金的资金已经过剩了。随着过量的养老基金不断增加，储备可以被估价为每股 20 美元。1984 年 4 月初，这个集团的股价达到了 45 美元左右。如果我们从股价中减去保守估计的 14 美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元的现金储备，那么我们得到的数字将仅高于年度每股收益的 5 倍。

1984 年 4 月 16 日，拥有该公司 0.9% 的股份的舒伊为了实行杠杆收购，主动提出以每股 50 美元的价格收购其他股东手中的股票。这使股价在公开市场上上涨至每股 53 美元。当市场价格超过了出价，这意味着市场“认为”会有其他人更好地报价。果然，另一个人加入了这场游戏——伊万・布斯基（Ivan Boesky），他是一位著名的套利者。他在公开市场上买了公司 5.4% 的股票，并提出以每股 60 美元的价格收购股东们的剩余股份。董事会拒绝了这个出价，因为他们对布斯基筹集足够的资金来完成这笔交易的能力表示怀疑。这其中也可能有其他原因。可能是因为他的名声，布斯基被视为有侵略性、不友好的买家，而且会更换原来的管理者。董事们担心公司会被分拆，然后再被一点点卖掉。[①] 舒伊只好被迫放弃他对该公司未来的计划（后来，该公司的一位高层管理者这样形容董事会对巴菲特的出价的反应：“当有人带着钱去办事的时候，事情变得更加确定了一些。”）。

另一方面，董事会对布斯基的出价的拒绝可能导致股东们采取法律行动。他们可以指控舒伊这样做是出于个人利益，而不是为了股东的利益。董事会拒绝布斯基的出价后，舒伊不得不聘请一家投资银行去寻找愿意以每股 60 美元的价格进行收购的投资人。该投资银行没能在战略买家之间建立起竞争关系。只有两家名不见经传的小公司——三角工业（Triangle Industries）和艾特（Itel）对此有兴趣。舒伊没有放弃获得公司控股权的计划，但他决定实行员工持股计划（ESOP）。

代表自身及该公司员工利益的公司高层管理者和一些外部投资者

① 也许是董事会调查了布斯基的背景，确定了他正因内幕交易受到美国证监会的调查。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组成的财团先以每股61美元、后以每股62美元的价格出价购买股票。其中一位外部投资者是通用电气的子公司，随后凯尔索公司（Kelso & Company）加入了财团。这家公司的创始者路易斯·凯尔索（Louis Kelso）是员工持股计划交易的先驱。在员工持股计划中，员工用借来的资金购买雇主的股票。1984年，凯尔索开始投资杠杆收购交易，与科尔伯格－克拉维斯－罗伯茨公司（Kohlberg Kravis Roberts Co.，KKR）等该市场中有名的专家展开竞争。

最初的计划是员工持股计划小组将会获得1.82亿美元的贷款，以每股44.39美元的价格收购公司41%的股份；50名公司管理者和凯尔索公司将以每股1美元的象征性价格获得公司29%的股份；通用电气公司将会以认股权证的形式得到剩下的30%（100% – 41% – 29%）的股份。这些价格与向股东们承诺的价格之间的差额由公司资产负债表上的自由现金支付。参与员工持股计划的成员获得与这次交易的组织者不同类型的股票。该公司的管理者辩称，其中的不对等是合理的，因为公司有偿还借款的责任，而员工“免费”获得了这些股份。天下没有免费的午餐，指定给予员工的股份将被转移到员工的退休基金中，但不是加在养老金上，而是代替养老金。

美国劳工部得出的结论是：此次交易不符合员工的利益，并计算出，对于这1.82亿美元，员工们必须获得66.7%的股份；这种股份分配方式将会降低分给其他投资者的比例。美国劳工部坚持认为，管理者也应该为股票付钱。但只有舒伊同意了这些条件，其他高层管理者并未同意。这次交易没有达成。这些事发生在1985年8月，而官方宣布交易失败是在9月6日。

1985年10月初，丹纳赫公司（Danaher Corporation）有意收购斯科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特－费策尔公司，并提出以每股 60 美元（比之前低 2 美元）的价格进行收购。几乎同一时间，巴菲也加入了“游戏”。10 月 10 日，巴菲特给舒伊写了一封信，信上表明他一直很喜欢这家公司，并且没有做过任何不友好的交易。他也表明自己拥有斯科特－费策尔公司 25 万股的股票。巴菲特也表达了有兴趣进行电话交易，如果舒伊觉得与伯克希尔合并有意义的话。巴菲特已经买了一些斯科特－费策尔的股票，很可能他最开始的计划是进行股票套利，而不是买下整家公司。舒伊与巴菲特并不熟识，只记得自己给巴菲特打过电话，受他邀请一起吃过饭。在电话交谈后的第二天，巴菲特参观了该公司，交易就定了下来。仅仅一天之后，交易立即向公众公布。这次交易可以被称为闪电式交易。

巴菲特以每股 60 美元、总额 4.02 亿美元的价格买下了这家公司，和丹纳赫之前的出价一样。作为这次交易的一部分，斯科特－费策尔公司将用该公司资产负债表上的现金回购一部分自由流通的股票。为了提高公司管理者的控股比例，公司回购股票的行动先于与巴菲特的谈判展开。暂停回购是有经济意义的：如果一家公司已经有了大量的现金储备，那么接管这家公司的买家就用现金获得了现金，因此资产负债表上留下的现金储备越低，公司的价格就会越低，收购者需要购买的已发行股份就越少。股东们得到了这样的承诺：如果他们最后出售股票时的价格低于巴菲特出价的 60 美元，那么巴菲特将会补偿差价。考虑到股票回购和资产负债表上资金的减少，可以估算，巴菲特是以 3.2 亿美元的价格收购了整家公司。

11 月 18 日，在巴菲特公布收购斯科特－费策尔公司计划的三周之后，《福布斯》杂志发表了一篇题为《穿短裤的入侵者》（*Raiders in short Pants*）的文章。这篇文章诋毁了丹纳赫公司的公众形象。杂志提到了丹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纳赫公司偷税漏税并且压榨受其控制的公司的行为。丹纳赫公司没有给出高于巴菲特的价格，而是放弃了。当然，这其中也有斯科特－费策尔公司管理层支持巴菲特收购的功劳。从收购价格的角度看，此次交易尤其有趣，因为这家公司已经在公开市场上进行了交易并有了市场价值。对斯科特－费策尔公司的收购是纯粹的市场交易。有很多买家竞争，却没有能够与其达成交易的控股股东，股权分散在许多小股东手中；对股东们来说，这场交易是自愿的，并且很容易就在股东大会上获得了通过。斯科特－费策尔公司被收购时，市销率（P/S）为 0.58 倍，市盈率为 10 倍。如果从股价中减去每股准备金，市盈率将会在 6.6~7.5 倍之间。

基于任何指标，我认为这笔交易都是划算的。第一次出价时，这家公司的市场价格很低。不计算资产负债表上的现金储备，市盈率在 5 倍左右。据罗伯特•席勒统计，那段时间，标准普尔 500 指数公司股票的平均市盈率为 9.3 倍，不过他的数据是基于周期调整收益计算出来的。以年收益（减去储备金）的 8 倍整体收购一家上市公司，价格并不高。较拉尔夫•舒伊第一次出价之前的市场价格的加价并不是特别高，在 33% 左右。我们还知道，该公司被收购后没有发生见不得人的丑闻，并且该公司非常赚钱。

此次交易最有可能是因为什么发生的呢？在我看来，原因是该公司过于多元化。像斯科特－费策尔这样的公司，由于公司过度多元化，没有一位战略买家能了解它，因此它无法得到战略买家的关注。它可能被财务投资者购买、拆分并因此而一点点被卖掉。舒伊证实了这个观点：由于该公司拥有太多组成部分，无法吸引大型投资者。一些投资者对部分业务感兴趣，但没有一位投资者有足够的资金来接手全部业务。布斯基和米尔肯认为该公司的业务种类之多使它很难被完整收购。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，由于舒伊不想失去他的地位，所以他反对任何想要分拆该公司的人收购。除巴菲特之外，其他有意收购的买家都支持公司进行分拆。此次交易后，舒伊承认当初管理层对大多数候选收购者都摇摆不定："我到底为什么要帮助那些家伙？"综合型公司在20世纪60年代很盛行，但到了20世纪80年代时，它们落伍了。20世纪90年代初，与相对独立的公司相比，综合型公司的股票交易价格低13%~15%。巴菲特收购该公司的估值表明，在斯科特－费策尔公司的案例中，折价远高于平均水平。



前两笔收购凸显了巴菲特对于人性的耐心观察和依靠个人名声帮助公司赚钱的能力，最后一笔收购体现了巴菲特作为战略家的能力。巴菲特在斯科特－费策尔公司时的策略是什么呢？在两件事都变得明朗之后，他才作为最后的参与者加入游戏。一是，公司管理者无法实行杠杆收购，所以他们不会反对将公司卖给一位外部买家；二是，其他外部投资者对收购不感兴趣，股价并没有过度上涨。原有的外部出价被管理者认为不适合，要么是因为他们怀疑这些潜在买家的财务能力，要么是因为他们怀疑那些买家的声誉。而巴菲特有着完美的声誉和随时可以调动的资金。收购斯科特－费策尔公司的故事让我们了解到了巴菲特在并购市场中的战略定位，以及他的策略在成功收购优秀公司时的重要意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章

“他们之中谁是最诚实的”：个人形象在巴菲特投资策略中的作用

一些家伙追求女孩，而我追逐公司。

沃伦·巴菲特

巴菲特确实是在追逐公司。早期很多极其成功的收购案例令他小有名气，后来的业绩令他享誉全球。作为一名投资者和买家，他建立了极高的信誉，以至于很多企业家自愿将自己的公司以低于市场价的价格卖给他。如果不是因为这些卖家对于买家的类型有特别的偏好，他们本可以在公开市场上出售自己的公司，这样还可以卖出更高的价钱。但是，他们看重的是巴菲特在收购成功后不会想法设法换掉管理者，也不会干涉公司运作。这些卖家还看重巴菲特对他们的信任，以及巴菲特不喜欢在收购之前对他们进行正式的尽职调查。但是，作为巴菲特现象的一部分，这是如何实现的呢?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有敌意，没有尽职调查，没有管理层变动

管理者身上从不会发生任何事情，我们提供给他们的是长期的稳定。

沃伦·巴菲特

作为一名年轻的投资者，巴菲特曾在未经公司所有者同意的情况下，购买了某些公司的股份并且获得了该公司的掌控权。罗杰·罗文斯坦为我们讲述了巴菲特是如何在 1958 年遇到了一家在他看来价值被严重低估的保险公司。美国国家火灾保险公司（National American Fire Insurance）当时被银行业企业家阿曼森（Ahmanson）兄弟所掌控，其中的一部分股份自 20 世纪 20 年代后期就为内布拉斯加州的一些农场主所有。阿曼森兄弟秘密地以每股 50 美元的价格尽可能地收购股份，这个价格非常低。因为当时该股没有公开的市场，所以那些股东只能以这一价格卖出自己的股票。为了获得股东的名单，巴菲特曾经尝试去参加年度股东大会。阿曼森兄弟很清楚巴菲特的意图，所以他们禁止他参加股东大会。于是巴菲特在一位朋友的陪同下，开车穿越整个内布拉斯加州，遇到愿意出售股份的人就以每股 100 美元的价格收购他们的股份。最终他积攒了 10% 的流通股份并将它们卖出，获利 10 万美元。

1961 年，在巴菲特投资伯克希尔哈撒韦公司之前，他还在管理着他的合伙公司。他购买了位于内布拉斯加州的登普斯特农具机械制造公司（Dempster Mill Manufacturing）大约 70% 的股份，并获得了这家生产风车、水泵、水井产品公司的经营控制权。可是这家公司表现不佳。在对公司状况进行评估之后，巴菲特得出了结论：这家公司的营运资金使用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不当。他辞掉了当时的 CEO，新任命了一个他信赖的人管理公司。①

巴菲特收购伯克希尔哈撒韦公司的过程也不是一帆风顺的。我们之前在第 2 章提到过，伯克希尔哈撒韦公司是由新英格兰的两家纺织厂——哈撒韦和伯克希尔合并而成的。合并后的公司一共有 14 台生产设备，营业额为 1.12 亿美元。哈撒韦纺织厂的大股东兼 CEO 西伯利 • 斯坦顿（Seabury Stanton）和伯克希尔公司的所有者马尔科姆 • 蔡斯（Malcolm Chace）这两大股东共同管理着这家公司。后来斯坦顿担任了伯克希尔哈撒韦公司的 CEO，不久之后，他的儿子杰克 • 斯坦顿接替了他的职位。

伯克希尔哈撒韦公司是一家上市公司。早在 20 世纪 50 年代，当巴菲特还在为格雷厄姆工作时，巴菲特就分析过这家公司的股份情况，但是格雷厄姆并未对该公司做任何投资。就在这时，这家公司的股价也开始缓慢下跌。从 1962 年开始，巴菲特以接近每股运营资本的 50% 的价格购入了该公司股份（他当时还在坚持"烟蒂投资法"，我们在之前的章节中也提到过）。1963 年，巴菲特成为了该公司的一名大股东。他一直匿名操作，并且通过华尔街的经纪公司持有股份，他的权益由其一位朋友所有。但不知怎么回事，巴菲特的幕后买家身份遭到了泄露。伯克希尔公司的一位管理者找到他，问他是否会继续收购。巴菲特并没有给出一个明确的回答："也许会，也许不会。"

这个故事与之后在公开市场上的另一笔股份购买形成了鲜明的对比。1988 年，巴菲特开始购买可口可乐公司的股份。他这次依旧是通过

① 这是一个关于资产负债的运作。巴菲特认为以低于资产负债表价值的价格买到这家公司是有可能的，在此基础上，这次的收购是合适的。当时的平均收购价格为每股 28 美元，但是资产负债表的资产净值为每股 75 美元。巴菲特从 1957 年开始收购，总共花费了 100 万美元。这家公司在 1963 年被卖出。这笔投资使巴菲特获利 300 万美元以上，其中 100 万美元来自于积压库存的卖出，剩下的 200 多万美元来自于股票的卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家经纪公司进行操作。可口可乐公司的管理者猜测可能是巴菲特在购买股份，随后公司总裁给巴菲特打电话询问买家是不是他。巴菲特这次并没有否认，他只是请求该总裁不要泄露任何信息，直到巴菲特因为一些法律原因不得不公开他的股份情况。当时的可口可乐公司总裁唐·基奥（Don Keough）也来自奥马哈市，他与巴菲特已经是30多年的旧识了，很显然他接受了巴菲特的请求。

1964年，伯克希尔公司回购了大量的股份，提高了斯坦顿家族所拥有的股份的比例。巴菲特也曾认真地考虑过是否要卖出自己的股份，但是他与潜在买家在股价方面发生了分歧，随后他意识到自己还是更喜欢留在该公司做一名股东，并且通过他在董事会的代表，他也开始试图影响公司的管理决策。杰克·斯坦顿抵制巴菲特的干涉，所以巴菲特才在随后的股东大会上试图争取到多数票。巴菲特还提出要买进马尔科姆·蔡斯的全部股份，遭到马尔科姆本人的拒绝，但马尔科姆的一些亲戚愿意将自己的股份卖给巴菲特。巴菲特还说服了西伯利的兄弟奥蒂斯·斯坦顿（Otis Stanton）卖出他的股份，奥蒂斯提出的条件是以同样的价格出价收购西伯利的股份（该价格得到了西伯利的同意）。这些交易使巴菲特掌握了该公司49%的股份。在随后的公司董事会会议上，西伯利辞去了公司董事长的职位，杰克的CEO职业生涯也宣告结束。随后巴菲特担任了董事长一职，并且任命了一位对他忠心耿耿的管理者为CEO，此人叫肯·蔡斯（Ken Chace），和持有股份的蔡斯家族同姓[①]。

今天，对于要被收购公司的管理者来说，巴菲特可以说是一位非常友善的投资者。对于他感兴趣的公司，他从不会在背后做敌意的小动作；

① 蔡斯家族对于当初没有把全部股票卖给巴菲特可能并不会感到后悔。1998年，《福布斯》杂志发表的报道称，那些由蔡斯家族继承人马尔科姆·蔡斯三世所掌握的未被卖出的股份价值高达8.5亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他还十分信守交易成交前自己所做的承诺。他从不会下调自己给出的价格，并且他还不赞成在尽职调查中发现意料之外的风险后修改最初的议价或者取消购买这一常规做法，伯克希尔公司也绝不会干出在宣布交易之后突然反悔或者强硬修改条款，并且抱歉地对外宣称这是银行、律师或董事会等的错的这种事。

巴菲特能够确保他给出的价格不会随意变动，但是，他这样做是在他支持低价的框架内行事，即低于该公司在公开市场上可以卖出的价格（我们会在第9章更为详细地谈到低价收购）。他发现如果公司所有者宁愿以低于市场价的价格出售公司，那这是非常有意义的，因为这说明这位所有者更愿意把公司卖给一个"合适的"买家。巴菲特说："我们都喜欢与热爱自己公司的人做交易，而不是那些指望卖掉公司来赚钱的人（虽然我们肯定都能理解他也喜欢那样做的原因）。"卖家和公司之间的这种情感联系间接保证了公司内部的一切都是井然有序的：干净的账目、对产品的自豪感、对顾客的尊重、忠诚的员工和明确的方向感。反之亦然。如果一位所有者对于他公司未来的发展没有兴趣，那么该公司在出售前可能被"粉饰"过，尤其当这位卖家是一位财务投资者时。所有者的态度也经常会感染整个公司。

巴菲特不仅不会因尽职调查的结果而降低收购价，他还经常避免做尽职调查。他说："如果你不得不做大量的调查，那一定是有问题了。"那就完全没有投资的必要了。我们之前已经讨论过大量的巴菲特在没有做任何尽职调查就收购公司的案例。在收购厄文·布朗金推荐给他的RC Willey和事达家具店时，他就没有做尽职调查。巴菲特认为从梅尔文·沃尔夫手中收购事达家具店的过程是非常顺利的。交易在一次两小时的会议中达成。检查租契、办理员工合同等都没必要，因为巴菲特知道他在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与一个正直且可靠的人做交易。沃尔夫也有类似的感受。巴菲特没有做任何尽职调查，也并未要求签订任何竞业禁止协议，甚至没有派任何人来查看公司。另据知情人士透露，沃尔夫感觉巴菲特对这家公司是“一见钟情”。

黑尔斯博格钻石公司也是以类似的方式被收购的。当黑尔斯博格钻石公司的所有者询问关于尽职调查的事情时，巴菲特回复他说：“我对收购总会有一种直觉，我的直觉告诉我你的公司是一家好公司。”在购买的Executive Jet（现在的NetJets）的交易中，在新泽西州的泰特波罗机场，仅仅15分钟的会面，双方就对交易达成了一致。里奇·圣图利之后还想起来将公司卖给巴菲特比将一架飞机的一定股份卖给他花的时间还要少。克莱顿公司是简单地通过电话的方式收购的，巴菲特之前从未听说过这家公司。从泰特曼兄弟手中买走Jordan's时，巴菲特也没有要求审计。泰特曼兄弟把这件事情告诉了他们在波士顿的律师，这些律师声称他们之前从未遇到过这样的事，泰特曼兄弟中的一位更是在一次访谈中说道：“这是商业中的一种新理念——信任。”这与查理·芒格早前的评价相吻合：“没有信任，何谈经济”。巴菲特谈到了他不做尽职调查就收购的风格。巴菲特在《国际航空报》(*Aviation International*)中提到，他永远也不会做人们所说的那种尽职调查，他只是单纯地去寻找那些发自内心热爱自己公司的人。随着巴菲特交易规模的扩大，他也不再亲自拜访那些要收购的公司了，而是找到了一种幽默的方式来回复邀请。在购买以色列的ISCAR公司时，巴菲特提到：“那家公司的老板用尽一切办法，就是为了让我在收购他的公司之前去以色列看看他们公司的运营情况。我知道他们公司运营得很好，我只是在想如果我看到了他们公司如此优秀，我可能会掏更多的钱，所以我就没去。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一般来说，巴菲特是不会变动他所购买公司的管理层的。卖方的所有者仍然保持其原有职位不变，巴菲特："管理者身上从不会发生任何事情，我们提供给他们的是长期的稳定”。他发现这对于前任所有者来说十分重要。虽然他们不工作也可以，但是他们热爱他们的工作。在给股东们写的一封信中，巴菲特告诉他们，伯克希尔公司过去没有而且将来也不会让家族成员或者刚刚受聘的 MBA 去管理他所收购的公司。

那些巴菲特乐意与之一起工作的人感到和大家一起工作非常舒心。2001 年，巴菲特谈到，在 37 年中，没有一名 CEO 选择离开伯克希尔公司而去为竞争对手服务的。经理们都是退休才离开的，而且都是高龄退休。虽然 65 岁退休在很多公司是惯例，但巴菲特并没有要求他的经理们 65 岁就退休，很多经理的年龄都在 70 岁以上。其中，罗斯·布朗金创造了最高纪录，104 岁才退休。有一次，巴菲特用了一个比喻来解释了他的策略："把旧的技巧教给一条新狗是很困难的。”这一论述也可能带有营销的目的。巴菲特需要结识一些潜在的卖家，这些人往往年岁已高，他们卖出公司的主要目的之一就是把家族的财富传给下一代。同时，巴菲特也想买一些不会经常发生变动、而是会一直保持原样的公司。老狗可能学不来新技巧，但是它们也没有必要去学。

保持公司原所有者和经理的职位不变也是巴菲特投资策略的关键要素之一。毕竟作为公司所有者，他需要优秀的管理者，而且巴菲特的需求与这些公司所有者的家族的想法之间存在协同效应，他们也想把他们一手建立的公司卖给那些一边想尽可能减少纳税金额，一边又想把持掌控权的懂得珍惜他们的买家。巴菲特非常理解这种窘况，所以他总是留下那些原来的所有者，给他们提供继续管理公司的机会。为合适的人和合适的公司提供舒适的感觉，这种理念对于那些或许更看重公司本身而不是钱的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人非常有吸引力。这一理念也吸引了那些最初能够建立一家优秀的公司，之后又准备把它以低于可实现的最大收益值的价格卖出去的人，因为这些人所在意的标准更加宽泛，比如买家的性格和公司未来的发展都在他们的考虑范围内。一旦彼此建立联系，这些不同的理念就为成功的投资提供了便利的条件。巴菲特从来不买那些在他成为主要股东之后还要变更管理层的公司。巴菲特在收购公司后不会更换管理者，除了极少数情况会例外，因为他所投资的公司都是有着优秀管理层的公司。如果需要更换管理者，那可能说明这家公司存在不少问题，巴菲特会极力避免购买这种公司。那些优秀的公司的所有者往往更倾向于公司被巴菲特收购，因为巴菲特不会更换管理者。最终，巴菲特会在好的公司中选出要投资的公司。这样就形成了一个良性循环。

没有什么模式或工具可以完全不失败。当管理出现问题时，巴菲特可能会采取一种独特的方式来解决问题。在 20 世纪 70 年代，巴菲特对于他的一小笔资产——伊利诺伊州莫里斯山的 Citizen State Bank 的 CEO 乔治·安德顿（George Aderton）的领导能力感到不太满意。巴菲特认为安德顿的报告不准确。最后，巴菲特卖掉了这家银行，而不是解雇了这位 CEO。1981 年，巴菲特雇用了麦肯锡公司的一位咨询顾问迈克尔·哥德伯格（Michael Goldberg）来为他管理伯克希尔公司旗下的多种保险类资产。在之后的 11 年中，哥德伯格一直是伯克希尔公司保险业务的 CEO，但是他的管理风格使其下属一直处于一种高度紧张的氛围中，所以在 1993 年，巴菲特把哥德伯格调去从事一些特殊项目，免去了他的职位。

巴菲特曾经在 Dexter 鞋业公司的亏损如滚雪球般的失控之后解雇了该公司的管理者，这也是巴菲特少有的公开干预子公司管理的例子。巴菲特最后把该公司转让给了 H.H.Brown。随后，Dexter 鞋业被整体关闭。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们之前在第 3 章讨论过这两家公司。

通用再保险公司的故事也能说明问题。通用再保险公司的 CEO 罗恩 • 弗格森（Ron Ferguson）是在巴菲特 1998 年收购公司之后"逐渐"被解雇的。公司状况比预想中的要糟糕得多，但是巴菲特并没有立刻就解雇弗格森，也许是想再给他一次机会。但是，随后公司亏损了 15 亿美元，紧接着又遭受了更严重的损失。"9 • 11"事件共造成了 23 亿美元的损失，其中 17 亿美元的损失落在通用再保险公司的头上。巴菲特将弗格森负责的一部分保险类业务转移到了伯克希尔公司，并且终止了很多合同。这次损失不仅仅是金钱方面的，伯克希尔公司的名声也受到了影响。尽管弗格森处于一种"半解雇"的状态——被免去了 CEO 的职位、只是被任命为咨询顾问，他却在 2000 年与美国国际集团（AIG）签订了一份合同，之后人们发现这份合同是伪造的诈骗合同。弗格森和美国国际集团的其他经理被起诉并判罪（但是因为延期起诉协议，他们的定罪程序被延期了）。约瑟夫 • 布兰登（Joseph Brandon）接替了弗格森的职位，但是又在联邦检察官和美国证监会的压力下辞了职。巴菲特不得不以证人的身份出席庭审。通用再保险公司为了解决这件事情，最终支付了不止一笔庭外和解金。这一次，巴菲特对其原则的坚持使他付出了巨大代价。

1999 年，巴菲特解雇了可口可乐的董事长兼 CEO 道格拉斯 • 伊万斯特。我们之前在第 2 章也提到过，在伊万斯特的任期内，可口可乐公司表现不佳。巴菲特与当时同为该公司大股东的赫伯特 • 艾伦（Herbert Allen）在 1999 年 12 月 1 日见到了伊万斯特。海斯（Hays）在其 2015 年的著作中这样描述了当时的情景："见面时，他们就很明确的表现出他们并不是来夸他的。他们一直站着，而且也没有脱掉外套。他们以比外面的空气还要冰冷的口吻告诉他，他们已经对他失去了信心……他们很明确地告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诉他，他们想让他离开可口可乐公司。”虽然这一提议还没有得到董事会其他成员的同意，但是伊万斯特并没有反对。他随后召开了董事会会议，宣布辞职。

2009 年，里奇 • 圣图利辞去了 NetJets 的 CEO 一职，他给出了合理的辞职理由：“想多花点时间陪陪家人，追求自己其他的兴趣爱好。”也就是在这时，该公司发现自身的发展陷入困境。巴菲特派中美能源公司的总裁大卫 • 索科尔去改善 NetJets 的状况。一系列的消息来源证实，圣图利对于巴菲特派其他高管来管理公司感到很不高兴。2011 年，大卫 • 索科尔也主动提出要从伯克希尔公司辞职。他被认为是最有可能接替巴菲特成为伯克希尔公司 CEO 的人。他除了是中美能源的 CEO，还是 NetJets 的董事长兼 CEO 以及佳斯迈威的董事长，这些我们将在第 11 章中讨论。

索科尔在一系列本来可能很普通的事情成为丑闻之后提出了辞职。索科尔花了他个人资产中的 1 000 万美元购买了路博润公司（Lubrizol）的股份，并且把这一投资推荐给了巴菲特。伯尔希克买下了这家公司，据估算，索科尔将自己的股份卖给巴菲特大约赚了 300 万美元。这一情况后来被公开。巴菲特和索科尔都在他们的新闻稿和采访中解释说，索科尔告诉过巴菲特他拥有股份，但是直到事情发生时，巴菲特还没有考虑过索科尔的建议，所以索科尔还没有那么大的影响力来让巴菲特做出买下这家公司的决定，他更无法影响路博润公司将自己卖给巴菲特。巴菲特在新闻稿中还提到了这不是索科尔第一次提出辞职。索科尔第一次提出辞职的时候，巴菲特还设法说服他留在伯克希尔公司。这次是第二次，巴菲特同意了他的辞职请求。索科尔解释说，他对担任伯克希尔公司的 CEO 一职从来都没有兴趣。作为中美能源公司的共同创立者之一，在把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司卖给巴菲特之后，他获得了一笔数量可观的钱。如果担任伯克希尔公司的 CEO，他利用这笔钱来做个人投资的时间就不多了。

索科尔辞职后，伯克希尔公司对他的评价似乎变得更糟了。伯克希尔公司的内部调查结果显示，索科尔并没有清楚地告诉巴菲特他在路博润公司股份上的头寸规模。有分析人士认为，伯克希尔公司的这一结论很可能就是为了维护巴菲特。2013 年年初，美国证监会在结束了详细的调查后宣布，不会指控索科尔犯有内幕交易罪。这一声明发布之后，索科尔才公开了他在伯克希尔公司受到的不公正待遇。

巴菲特反省了一下他管理风格的变化。这些年来，他的“我从不解雇任何人”的立场慢慢地变成了“有时，我不得不解雇一些人”和“我慢慢地更换了一些员工”。这些事情是他规则的例外。

不干预政策

虽然他没有得到某些公司，但他给人的感觉就像是那家公司的所有者。

拉尔夫·舒伊

巴菲特坚持不干预原则，即使在他与他的下属发生意见分歧时。而且他经常有不同意见：“如果是我管理伯克希尔公司旗下的任何一家公司，我会采取与现在不同的经营管理策略——在某些情况下，是大大不同的策略。”

这种不干预日常业务经营的管理政策往往需要更密切的跟踪。综合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性公司事实上都拥有自上而下的管理结构。杰克·韦尔奇就是因为这样的管理风格而出名。伯克希尔子公司的管理者们具有充分的自主权，如果他们需要巴菲特来协助管理了，那双方都很有可能会陷入麻烦。

巴菲特认为，那些天生就是企业家的管理者和创始人家族成员更有可能尊重那些深刻理解自由放任的管理风格的人。巴菲特并没有把伯克希尔公司的企业文化强加给子公司，他唯一的要求就是这些子公司要汇报他们的业绩表现，并且在集团公司的层面上协调两类决策：大规模的资本支出和他们辞职后的薪酬计划的变动。巴菲特提出："我们集中管理钱，剩下的一切都分散管理。"巴菲特深信，在管理公司时，让高水平人才无负担地工作能带来最好的结果。在投资中做出大变化不会比在婚姻中那样做有更好的结果。这一政策令那些喜欢独立决策的公司前所有者很舒服，他们的人生经历很难让他们转变为受雇于人的，员工——不仅要定期做报告，还没有最终决策权。

里奇·圣图利对他为什么把 NetJets 卖给巴菲特作出了解释。圣图利要把公司卖给他所见过的最伟大的人而不是最有钱的人。圣图利发现，要买公司的人总是雄心勃勃，坚信自己能比原所有者做得更好。巴菲特的立场可以描述为"我买公司，而你经营公司"。圣图利看重的是被伯克希尔公司收购意味着如果他想花 10 亿美元购买飞机，巴菲特会说："问我做什么？直接去买就好了。"圣图利也很欣赏巴菲特的另一个性格特点。巴菲特曾说过："我热爱每一天。我是说，我在这里跳舞，并且只与我欣赏的人一起工作。我不用与我不喜欢的人一起工作。"圣图利也不希望与他不喜欢的人做生意。

H.H.Brown 之前的所有者弗兰克·鲁尼（Frank Rooney）也把他的公司卖给了巴菲特，他和圣图利说的差不多。当被问到巴菲特的公司是不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是他选择的，鲁尼回答说，成为巴菲特的公司的一部分是仅次于在自己的公司中工作第二好的事情。鲁尼和巴菲特以 2 亿美元的价格成交，这一价格大约是销售额的 83%，年利润的 8 倍，该公司的收入为 2.4 亿美元，税前利润为 2 400 万美元，这个价格对于一家有着正常增长率的非周期型公司来说并不高。

比尔 • 蔡德（Bill Child）把他位于犹他州的家具零售公司 RC Willey 卖给了巴菲特。因为蔡德信仰摩门教，周日不工作对他来说很重要。他相信把公司卖给巴菲特后，他仍然可以保持商店周日歇业的惯例，并且可以继续他之前的管理方式。

从更大的范围来说，如果巴菲特对于一家公司的决策有不同的看法，而他仅是公司的一个股东或董事会成员时，他不会干预公司的管理。例如，作为大都会传播公司的一名大股东，在他某次访问纽约的时候，他参与了关于大都会传播公司旗下的美国广播公司能否转播美国国家橄榄球联盟锦标赛的谈判。大都会传播公司的董事丹 • 伯克（Dan Burke）认为，买下转播权可能会使公司损失最多 4 000 万美元。尽管这样，美国广播公司仍不想错过播出这场体育赛事的机会。罗杰 • 罗文斯坦讲述了伯克关于这次谈判的回忆："巴菲特来了，而且很显然他也不看好这个提议，但是他并没有直接表明他的观点，他只是说，由于大都会传播公司的高管们在等美国国家橄榄球联盟打电话完成交易，他希望美国国家橄榄球联盟能够改变主意，不打电话回来。结果美国国家橄榄球联盟还是把电话打了回去。"该合同最终的损失比预想的还要多。1996 年，罗文斯坦说巴菲特只有一次反对了他的经理。在他买下所罗门的一大笔股份之后，巴菲特对这家银行的奖金计划提出了反对。

伯克希尔在 2000 年购买了 Justin Brands，后者的负责人兰迪 • 沃森

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Randy Watsen）对巴菲特的策略给出了精准的评价："他卖的是伯克希尔公司所有了不起的特点和能带来的利益，而这也吸引了志趣相投的公司所有者，使他们很乐意成为伯克希尔大家庭的一分子。"斯科特－费策尔公司的总裁拉尔夫·舒伊对于巴菲特的做事风格也给出了深刻的描述："虽然他没有得到某些公司，但他给人的感觉就像是那家公司的所有者，这是很难做到的。"舒伊发现，他一直把自己视为公司所有者，除了每年要把利润交给伯克希尔公司的那两天以外，这让他感到他不会去做那些比他自己要做的事情还要冒更大风险的事。正如迈尔斯所说："我认为公司所有权是可以转让给别人的最关键的东西。我发现公司所有者，即使是一家小公司的所有者，他们与大公司那些职业管理者之间还是存在很大差别的。"[①]

除了让他的经理们感到他们仿佛是公司的所有者，巴菲特还会提升他们的个人忠诚度。比尔·蔡斯说，他不仅是被职业上的挑战所激励，还被不能让伯克希尔公司失望的心愿所鼓舞，而且从巴菲特与舒伊的关系中也能看出同样的特点："……舒伊受到了巴菲特个人的鼓励……他讨厌给巴菲特带去坏消息。"沃尔特·施洛斯说在收购公司时，巴菲特也能慧眼识人，他能认识到这个人在竭尽全力为他工作。

巴菲特已经创办了一家杰出的公司，所有子公司的管理者们也都很想延续这种成功，大家都不想让彼此失望。这是一种非常巨大的非金钱所能带来的激励。

在巴菲特早期的职业生涯中，他也不总是给公司的管理者们很大的

① 注意托尼·奈斯利对于形象作用的评价："我们不仅想成为我们可能成为的最公平的公司，我们还想被看作是最公平的公司。"我相信在打造所有者身份的同时，巴菲特还在建立成为公平机构的理念——这一理念，当然也是真实情况的一种反映——这是巴菲特策略中最重要的部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

独立空间。在他获得伯克希尔哈撒韦的管理权并成为了董事长后，他要求减少管理支出和库存。他认为在研发领域的投入所带来的回报仍将很低，所以他暂停了在研发领域的一系列投资项目。他个人掌控着所有的开销，甚至包括铅笔刀的支出。在已公布的董事会会议记录中，我们可以看到对各类器械设备的购买以及对于单项低至几千美元的大楼维修费用的申请批准。巴菲特自己监督着营运资本。他要求先暂缓向那些还没有为账单结账的人发货。公司 CEO 回忆说，巴菲特想筹措的只有一样——资金。赚来的现金全都用来购买其他行业领域的公司了。

巴菲特在买下时思糖果后，主动地参与到公司的管理中。这家公司是糖类产品的大买家。在完成了关于糖业期货交易的速成课后，巴菲特认为自己有资格对于如何把握糖类市场向时思糖果的 CEO 提出建议了。

巴菲特参与《华盛顿月刊》（*Washington Monthly*）的故事也展示了巴菲特的管理风格是如何变化的。巴菲特为查尔斯・皮特斯（Charles Peters）向他提出的想法投资了 8.2 万美元。他们雇用了一位咨询顾问来评估该杂志是否有发展。如果该杂志获得成功（它确实取得了成功，但并不是经济方面的），它将会给巴菲特带来曝光率和人脉。尽管这份杂志并没有盈利，而且人手短缺，尽管皮特斯的薪水很低，但是巴菲特还是要求皮斯特给出年度财务报告，但皮斯特却无法提供。虽然这对于巴菲特来说只是一笔小投资，但他还是很生气。有一条财经评论这样说道：“即使在一笔也许挣不到钱的交易中，他仍然需要财务报告。”

最终，巴菲特减少了他对于他所收购公司的运营干预。他为他的 CEO 们制订了薪酬计划，激励他们减少开支，并使资本回报最大化。这一政策缓解了巴菲特密切监视他的子公司的需要。因此，他不仅实现了资本回报最大化的结果，而且还建立起不控制下属和不干预经营事物的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人形象。为什么在伯克希尔哈撒韦公司被收购后，巴菲特没有立即实施这一计划呢？原因可能是多种多样的。当巴菲特只拥有几家公司时，他有充足的时间来亲自评估他的子公司的资金支出。他可能不想在他的投资组合还不成熟时给 CEO 们分红，因为他要为日后的投资积累资金。当巴菲特的投资组合逐渐成熟之后，他给予伯克希尔子公司的管理者们越来越多的自由，并且创建了几乎完全不干预的管理模式。

基于投资资本的收益的薪酬计划也许有很多缺点。这种薪酬结构可能会导致投资不足。罗杰·罗文斯坦发现，每一家独立的子公司都获得了很多收益，但是它们的扩张速度却很慢。有可能是受到了之前对纺织业投资失败的影响，巴菲特并不喜欢再投资。《世界百科全书》在很长时间以后才出了电子版。波仙珠宝也没有利用自身的名气多开几家分店。巴菲特并没有考虑过公司扩张，他只是要求他的 CEO 们确定，所提出的投资方案要能比他自己所做的投资带来更多的收益。从某种意义上来说，这是一种投资禁令。会有人能让巴菲特相信，他能比巴菲特做出更好的投资吗？

有一位研究过巴菲特投资策略的分析师提出了一个很重要的问题："我在想，一家好公司能够带领其不愿对公司进行再投资的主人走多远？"时思糖果在芝加哥东岸没有分店；但是星巴克……现在可以说是一个真正的国际品牌了；冰雪皇后的门店数量看起来很不乐观；NFM 在两个地方开了新店，但它从来也没有像百思买（Best Buy）一样，把它的大卖场模式推向全国。一家公司在不同的人手中会呈现出不同的发展态势。这种说法或许是对的。假设当时 NFM 开了多家分店，也没有给伯克希尔公司那么多股息，那其他收购可能会较少。NetJets 没有为公司的发展留出资金，但最后还是伯克希尔公司的雄厚财力使它免于破产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不干预政策在其他方面也是有用的。我们在第 3 章详细说过，巴菲特曾邀请伯克希尔子公司的 CEO 们找一找值得购买的公司。“其中的一些公司成功地完成了收购，而且这些收购几乎总能增加我们公司的内在价值。”巴菲特在致伯克希尔公司管理者的一封信中这样说道。这种能够在其行业中的合适收购中提供信息的能力与公司 CEO 们作为巴菲特积极投资者形象的代表角色相吻合。巴菲特与他的 CEO 们的良好关系当然是一种成就，他们愿意承担起做广告和介绍公司的这种外交职责。

对于波士顿的 Jordan's 的收购是由厄文 • 布朗金安排的。他和公司的所有者泰特曼兄弟在一场晚宴中碰了面，并且建议他们去和巴菲特谈谈。之后，这兄弟俩承认他们没有卖出公司的打算，他们只是想见见巴菲特。他们之前已经拒绝了若干能够帮助公司上市的提议，只因为他们不想失去对公司的管理控制权。后来，他们了解到了巴菲特的不干预政策。在会面的一个月后，他们跟巴菲特提出想与他谈谈出售公司的事情，他们比较关注将公司和资产转移给下一代的事情。巴菲特向他们索要财务数据。兄弟俩把财务报告发了过去，但他们还在犹豫他们到底要不要出售公司。两天后，兄弟俩收到了一封信，信的开头对他们公司的业绩大加赞扬，结尾给出了一个收购价格。一段时间后，最终交易被正式公布。

厄文 • 布朗金还在 1995 年帮助巴菲特买下了 RC Willey。这家公司是犹他州最大的家具零售商，市场份额超过 50%，营业额达 2.57 亿美元。比尔 • 蔡德控制着这家公司。巴菲特在 1995 年致股东的信中提到了对于 RC Willey 的收购。是厄文 • 布朗金对 RC Willey 做了全面的考察。厄文告诉了巴菲特这家公司的优点，他还告诉比尔 • 蔡德，布朗金家族对于其与伯克希尔公司的关系很满意。在 1995 年年初，比尔告诉厄文，因为遗产税的原因，他在考虑出售公司。从这以后，事情就不能再简单了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比尔给巴菲特发了一些数据，然后巴菲特给他回了一封信，表明他愿意给出的价格。双方很快在价格上达成了一致。他们发现他们双方性格非常契合，于是在年中前完成了这笔交易。

慷慨赞扬

你的公司是一件珍宝。

沃伦·巴菲特

从另一个角度看巴菲特与比尔·蔡德的交易很有趣。尽管蔡德不想卖掉公司，他还是对研究出售的可能性很感兴趣。在与巴菲特第一次谈话之前，蔡德已经收到了几个报价。1995 年 1 月，蔡德和厄文·布朗金在一次家具行业会议上相识，他问布朗金是否认为巴菲特可能对购买该公司感兴趣。布朗金说他需要与巴菲特谈谈。三天以后，蔡德接到布朗金的电话说巴菲会给蔡德打电话。五分钟后，巴菲特的电话打了过来。蔡德说他想谈谈出售公司的事情并问巴菲特是否有几分钟时间。巴菲特回答说他有世界上所有的时间[①]，然后蔡德和巴菲特聊了 25~30 分钟。蔡德想出售的一些原因包括遗产税和公司的成长前景。巴菲特问蔡德想要价多少，蔡德回答想要一个公平的价格。巴菲特要求查看公司过去三年的财务报表，并且答应稍后给他回复。几天后，蔡德收到了一封联邦快递，内容是："比尔，你的公司是件珍宝，它非常适合我们的模式。我三天后给你报价。"和许诺的一样，三天后，另一封联邦快递到了，信中有巴菲特的出价。蔡德认为这个价格合适，于是打电话给巴菲特告诉他自

① 巴菲特引用了 1969 年的詹姆斯·邦德电影《女王密使》（*On Her Majesty's Service*）中使用的路易斯·阿姆斯特朗的一首歌曲中的一句话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己对这个价格满意，愿意与巴菲特家族谈谈，并邀请巴菲特来他的公司。巴菲特说他不需要到公司看。蔡德觉得如果买家不看公司他就不能卖。他们争论了几分钟后，巴菲特最后说，他可以在与比尔·盖茨去棕榈泉打高尔夫球的路上顺便停一下。

巴菲特亲自打电话显示了他对企业主的尊重。詹姆斯·邦德式的"我有世界上所有的时间"与你对话则向卖家传达了巴菲特欣赏卖家的公司价值，即使巴菲特也许不会花时间去参观公司。2006年，巴菲特收购了美国商业资讯万（Business Wire），它的行政总裁凯西·拜伦·塔姆拉兹（Cathy Baron Tamraz）接到巴菲特的电话时惊呆了："那个时刻真是难以忘怀！沃伦是那么实在和低调，他甚至没有让助手打电话。"

在收购（也是在厄文·布朗金的帮助下）事达家具店时，巴菲特给公司所有者梅尔文·沃尔夫发了封电报："梅尔文……我对于咱们联姻的热情使这封电报相形见绌。你此生的伙伴沃伦。"显然，巴菲特与其他成功的商人之间恰当地建立起了一种友情。

巴菲特对企业家表达敬仰可能有助于他出售那些不成功的投资。企业家期待巴菲特的赞扬可能也导致了不合理的交易。当巴菲特拥有了所罗门公司后，旅行者集团（Travelers Group，当时是一家大保险公司，美邦银行的母公司）表现出了对收购这家投资银行的兴趣。旅行者集团的负责人桑福德·威尔（Sanford Weill）坚持要担任合并公司的负责人。①巴菲特不在乎由谁负责，他只想撤出投资。威尔给巴菲特出价90亿美元，巴菲特觉得这个价格不错。"巴菲特很有外交手腕，他称赞威尔在创建股东价值方面是个'天才'。威尔的手下非常吃惊，他为一家二流公司付出

① 最近几年，该公司在继续并购金融领域的其他公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了这么多钱，特别是公司的主要利润来源于这位董事长讨厌的套利。一个爱开玩笑的人窃笑道，‘桑福德花 90 亿美元从被视为伟大的投资者的沃伦·巴菲特那里买了一张纸。他就像糖果店里的孩子一样跑来跑去给别人看这张纸。’”罗文斯坦这样写道。

结果是威尔自己想要这张纸的：

就在所罗门的董事们即将为这个交易投票时，桑福德叫鲍勃·邓哈姆（Bob Denham）向巴菲特要一句话放入准备就绪的新闻稿中。巴菲特拿过一张纸，手写道：“几十年来，桑福德表现出了他的天赋，他为股东们创造了巨大价值并且巧妙地实施……”他停下来划掉“实施”，在上面写下“协调”，然后继续写道：“并且管理了对金融服务业的收购。我认为，所罗门也不例外。”邓哈姆把这张纸拿到电话旁边读给桑福德听。“请你帮我把这张纸保存下来，好吗？”桑福德请求道。后来他一拿到这张纸就让人把它装裱起来挂在办公室里。

另一个人也为威尔为什么高价收购了所罗门公司给出了一种解释。在巴菲特的管理下，所罗门的财务表现平平，因为它受到了以前的丑闻影响，这些我们将在第 11 章中谈到。威尔可能把这笔交易看作击败巴菲特的机会。

巴菲特也不遗余力地公开赞扬过所罗门的董事长约翰·古弗兰，在古弗兰的管理下，这家银行几乎倒闭了。巴菲特说过很多次，他之所以投资所罗门不只是因为该银行的负责人优秀、正直并且令人尊敬。发表于《洛杉矶时报》的一篇文章中提到，在所罗门苦苦挣扎之时，当古弗兰来到所罗门董事会的薪酬委员会并且提出把津贴提高 1.2 亿美元的计划时，巴菲特勃然大怒。当然，巴菲特一定知道了古弗兰夫妇的奢侈生活。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

古弗兰的妻子苏珊引领着新的流行趋势。不论她花费2 000万美元重新装修她位于第五大道的公寓、订两个飞机座位送一个生日蛋糕到巴黎给她过六十岁寿辰的丈夫，还是邀请人们到布莱尼姆宫（Blenheim Palace）参加家庭聚会，“社交苏珊”的奢华都是街谈巷议的话题。从这位前空中小姐口中说出的粗鲁话让整个世界都觉得有趣。“就像生活在童话里”，她这样告诉《纽约时报》的记者。因为这样的生活方式，媒体把古弗兰的妻子称为“凡尔赛拜金女”。巴菲特的生活近乎苦行，他是不可能欣赏这种生活方式的。

鉴于本章讨论的是巴菲特的策略，他1991年收购美国运通公司（American Express）大量股份的故事非常具有代表性。罗杰·罗文斯坦详细讲述了这个故事。1991年伊拉克战争开始后，股市崩溃了。美国运通公司的CEO吉姆·罗宾森（Jim Robinson）给巴菲特打电话，他提议巴菲特大量购买该公司的股份。当时美国运通正处于困境，因为罗宾森错误地把利润用在了对保险业、经纪业的收购以及购买一家艺术馆上。罗宾森也跟从金融超级市场的潮流，花40亿美元买了希尔森公司（Shearson）。希尔森公司的管理监管很弱，比如它在一个滑雪度假地买了一个会议中心，需要公司不断地注入现金。美国运通也假装公司没有什么问题。罗宾森靠活跃的公共关系部门和极度友好的董事会来保持形象。巴菲特不可能不知道罗宾森。早些时候，当GEICO购买了美国运通的股份时，巴菲特已经向GEICO的管理层表达了他对此持保留意见：“罗宾森的管理记录问题很多。”这是他鄙视的。不过，当罗宾森向巴菲特伸手时，却表现出似乎他从来没有违规过。巴菲特在听说了该公司的信用评级被下调之后就立即来到了纽约。罗宾森要求3亿美元的投资，巴菲特很快答应了。巴菲特提议5亿美元，但是罗宾森拒绝了。在罗文斯坦看来：“很难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解释巴菲特说的‘我们花钱买来了与吉姆（罗宾森）在一起’[①]。巴菲特的朋友们非常吃惊。”巴菲特平时做出如此大的投资后会加入董事会，但是这次他没有加入美国运通的董事会。罗宾森在接受《今日美国》采访时表达了他对巴菲特的决定的看法。他认为巴菲特不需要加入董事会，因为不论怎样人们都会听他的意见的。董事会欢迎巴菲特，但是他已经加入了很多董事会，包括所罗门公司的，而所罗门公司是希尔森公司的竞争对手。巴菲特的时间表已经满了。

巴菲特买了有 8.85% 股息保证并且会在三年后强制转换的优先股。转换系数将被降低，这样当股价上涨时转换股份的市价不会超过 4.14 亿美元。假如股价降到一定水平之下，转换可以推迟一年，但是股份的价值没有底价。巴菲特解释他对美国运通的投资说：“这是我们当时可以得到的。”

巴菲特成为美国运通的股东后不久，该公司开始重组。1992 年，新任 CEO 哈维·格鲁布（Harvey Golub）接管了公司。吉姆·罗宾森转而去担任雷曼兄弟公司的负责人，当时雷曼兄弟公司正要离开集团。1993 年，希尔森公司被出售给普瑞玛瑞卡公司（Primerica）。雷曼兄弟分拆的交易于 1994 年进行，它最初于 1984 年被收购。同年，巴菲特在美国运通公司的股份被转换为普通股。美国运通公司重新开始专注于其主要业务——旅行支票、信用卡和旅客服务，结果公司的股价在 1994 年在 2000 年间增长了 5 倍。作为雷曼兄弟公司分拆的一部分，美国运通的股东们也收到了雷曼兄弟的股份。

乔尔·格林布拉特（Joel Greenblatt）仔细研究了美国运通公司的故事，

① 巴菲特在接受《商业周刊》杂志的访谈时这样说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他说因重组带来的股价增长可以借助计算器量化。在他对雷曼兄弟的评估中，他没有将该银行的财务情况算在内。不过，如果考虑财务情况的话，他的说法会更有力。雷曼公司的利润波动很大，而且常常是负值。雷曼公司的分拆无疑使美国运通公司的股票更加吸引人。巴菲特不仅仍然持有他原来的美国运通股份，而且还把它增持至 14.2%。他说他对该公司的投资是永远的。自 1994 年以来，如果考虑到股票分拆，该公司的股价已经上涨了大约 10 倍，而且公司定期支付了股息。这就可以让我们理解为什么巴菲特把这个投资视为经济上合理的了，尽管起初他似乎有悖于他自己的原则。雷曼兄弟故事是如何结束的，这里不作赘述。

间接影响

这个家伙通过支持大宗交易赚了很多钱。

约翰·拜恩（John Buyrne）

一次不友好的收购本身并非不好。不友好的收购对于管理不善的公司是一个威胁，管理层的变更有可能会提升公司的价值。不友好的收购对于管理层是不友好的，但是可能对股东非常友好，股东将从股价的上涨中获利。不友好的收购可能成为一种健康的市场机制，它使得组织从低效管理者手中转移至高效管理者手中。买家促成了良性转变。我认为，巴菲特的个性、道德和其他信念不太可能允许他进行不友好的收购。也许他不抓住这些机会是因为这完全是一种不同的策略。这不是让所有事情保持像前任管理者在任时那种状态不变，他继续做少数股东，而可能是加强重组并且运行与以往不同的新的管理结构。巴菲特已经创建了一个非常特别的商机，它实际上已经成为了一台可以自我维修运转的赚钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机器。参与其他类型的投资可能会对他喜欢的商机产生干扰。此外，也许巴菲特的策略中还有身着闪亮盔甲的白衣骑士因素，保持这个形象不受玷污可能对他有益，尽管高超且不友好的收购者的名声不一定与将子公司交给管理者的母公司所有者的名声相冲突。

事实上，巴菲特确实在不友好的收购上赚钱了，但他是作为中立者参与的，他是通过别人收购 Beatrice、美国联邦百货商店（Federated Department Stores）、卡夫食品（Kraft）、Interco、Southland 和其他公司来赚到钱的。他还从 KKR 收购雷诺兹 - 纳贝斯克公司（RJR Nabisco）中获利。

在第 2 章，我们讨论了一个意义深刻的例子，在这个例子中，巴菲特起初购买了一家他认为价值被低估的上市公司的股票，但是在实际控股人的要求下停止了收购。1973 年，巴菲特开始购买华盛顿邮报公司的股票，当时有段时间股价正在下跌。他很快以 1 060 万美元的代价拥有了这家优秀公司大约 12% 的股份，这意味着公司的总市值是 8 800 万美元。巴菲特对公司的估值达到 4 亿美元以上。他成为了华盛顿邮报公司的第二大股东，仅次于该控股公司的主要所有者格雷厄姆家族。

凯瑟琳•格雷厄姆于 1963 年开始管理这家控股公司。她的父亲尤金•迈尔（Eugene Meyer）于 1933 年购买了华盛顿邮报公司。格雷厄姆女士根本不知道巴菲特是谁。巴菲特收购的是 B 类股票，虽然这比格雷厄姆家族拥有的 A 类股票的投票权受到更多限制，但她依然很担心。巴菲特清楚她对他的购买有保留意见，于是就给她写了一封信，信中回忆起他小时候投递《华盛顿邮报》的经历，并让她放心，他不想控制公司。这封信没有减轻凯瑟琳的顾虑。她的顾问建议她与巴菲特保持距离。尽管如此，她还是要求与他见面，很快他们就相见了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特一直以来就在找机会和格雷厄姆相见。1971年，他请《华盛顿月刊》（*Washington Monthly*）的查尔斯·皮特斯（Charles Peters）把他介绍给了格雷厄姆女士。当时，巴菲特有《纽约客》杂志（*New Yorker*）的少量股份。他想这份杂志如果可以出售，格雷厄姆也许会成为买家。

会面之后，巴菲特提出停止购买股份。巴菲特的传记作家评论说，他感觉私人会面和他的各种保证都不足以平息当时的状况。不过，当他提出放弃他的购买计划时，坚冰融化了，他和格雷厄姆成为了亲密的朋友。巴菲特没有努力增持华盛顿邮报公司的股份，但是他确实向他的朋友推荐了这只股票。

格雷厄姆是在她丈夫得了精神疾病而突然离世之后偶然成为了该公司的负责人的。结果她成为了一位成功的商业领袖，但是她觉得周围没有一个人可以让她完全依靠。那些理解她的人说她迫切需要一个朋友。这是可以理解的，特别是我们前面提到当时的政治和经济形势都非常紧张。巴菲特同时扮演了三个角色——朋友、知已和专家顾问。很快，格雷厄姆邀请巴菲特加入了公司的董事会。他的股份没有给予他投票权，但是他作为董事会成员有权投票。事实上，在表明了他不会翻墙以后，巴菲特就被邀请从敞开的大门走进去了。

巴菲特辅助凯瑟琳和她的儿子唐·格雷厄姆（Don Graham）做出了管理决策。他们成为了他的学生和他哲学的信徒。唐·格雷厄姆说到，开始是他的母亲，然后是他，先要和巴菲特讨论所有重大决策然后才采取任何行动。这个家族发现，当他们坚持做一些事情的时候，非常幸运的是，巴菲特没有和他们意见相左，但是巴菲却在实质上"影响"了他们对估值的看法。巴菲特认为某个东西的价格太高时，他会公开发表他的意见，这阻止了格雷厄姆家族付出太高的价格。巴菲特总是被证明是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对的。那些付出太高价格的人们最终会后悔他们的决策了。凯瑟琳拒绝收购《路易斯维尔信使日报》（*Louisville Courier-Journal*）这份地区性报纸，这时另一家大型出版商表示出了兴趣，但巴菲特认为价格高得出奇。当华盛顿邮报公司在巴菲特的帮助下避免了愚蠢的收购时，这对他持股的股价带来了正面影响。我们已经讨论过巴菲特帮助该公司的另一方面：听从了巴菲特的建议，华盛顿邮报公司从华盛顿的竞争对手那里拿到了市场份额。

通过仔细观察该公司的董事会的结构，我们可以明显看出巴菲特对格雷厄姆家族的影响程度。某些时候，董事会成员有唐·格雷厄姆、凯瑟琳·格雷厄姆、巴菲特、大都会传播公司/ABC（伯克希尔的主要投资之一）的前任CEO丹·伯克（Dan Burke）、可口可乐公司前CEO唐纳德·基奥（Dan Keough）以及红杉基金（Sequoia Fund，伯克希尔的大股东之一）经理、巴菲特在哥伦比亚大学的同学比尔·鲁安（Bill Ruane）。就好像巴菲特自己挑选了董事会成员。[①]

巴菲特会为一个价格提出自己的看法，但是不会直接评论这个收购是否值得。他就是这样辅助他担任股东的其他公司的管理的。20世纪70年代，约翰·拜恩时任GEICO的CEO，他记得巴菲特向他展示了管理财务的明智方法。巴菲特总会愿意付出他的时间，但是他从不也从来没有提出建议。拜恩认为，这是巴菲特有意做出的选择：显然巴菲特觉得他平和地待在那里就可以赚很多钱。

巴菲特和凯瑟琳·格雷厄姆的友谊一定已经很好地补偿了所有没有收到的股息和利润。由于家族关系，凯瑟琳可以将巴菲特介绍给很多

① 最近董事会成员发生了变化。巴菲特2011年离开了。参看网页 http://www.diversityinc.com/diversity-recruitment/melinda-gates-leaves-post-board-after-report-criticizes-kaplan/。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人，她会推荐他为一个有益且忠实的投资人。那些了解凯瑟琳的人认为她极大地扩大了巴菲特的交际圈子；华盛顿邮报真的改变了巴菲特的生活。他是一位来自奥马哈的非常成功的外地商人，他被凯瑟琳介绍给了亨利·基辛格和其他政治精英。罗杰·罗文斯坦评价巴菲特"不喜欢引入注目，但是他喜欢在格雷厄姆家的社交小圈子中结识权贵"。无疑，凯瑟琳在他们初次见面之前调查过巴菲特，很可能她只得到了正面的介绍。这一定对促使她决定让他进入她的个人圈子起到了积极的作用。



也许巴菲特取得了优异的投资成就恰恰因为他的策略非常复杂，其中涉及对心理学的深刻理解和运用。沃尔特·施洛斯说，巴菲特非常会识人，他说得没错。巴菲特的策略还包括有力的自我宣传式的公关活动。巴菲特从没有错过表达他对一家家具店的仰慕之情，但是在策略上，他一点点都没有让步。同时，他似乎没有在任何特别的因素上冒过险，无论是他分析一家公司的能力还是对交易对手心理的分析，尽管他能够非常精准地完成这两件事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 章

The Warren Buffett Philosophy of Investment:

How a Combination of Value Investing and Smart Acquisitions Drives Extraordinary Success

巴菲特：一位战略组合投资家

我们能够为正确的交易和正确的人提供一个舒适的家。

沃伦·巴菲特

战略投资者还是财务投资者

我们不搞销售。我们有进场策略，但是我们没有出场策略。

沃伦·巴菲特

金融理论认为，出高价买下一家公司的投资者是那些认为这家公司对其价值最高的投资者。这样的投资者通常是战略投资者，与财务投资者不同，他们可能与被收购的公司有协同效应。然而，为了实现这种协同效应，投资者必须将收购的公司整合到他现有公司的结构中去。对大多数公司来说，这种战略型买家是来自同一行业的另一家公司，是直接的竞争对手。财务投资者渴望通过刺激投资增长，或者通过运用其专业知识的（例如财务管理）促进公司成长来实现公司的快速增值。财务投资者迟早会向战略投资者出售公司。对财务投资者来说，这种转售就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原始收购的目的。

一位将其一生投入他公司的成长，并且在这个过程中已经变得非常富有的企业家，即使他的财富没有包括出售自己的公司可能获得的资金，他也希望其公司能够作为一个独立的实体继续经营下去并保留住品牌。如果这家公司很成功，那么把它出售给它的竞争对手就是一种太过慷慨的馈赠。如果竞争对手购买公司是打算重组它，以减少对自己产品的竞争，那只会让这家公司走向衰败。此外，公司所有者可能认为需要对他的员工负责。至于出售给财务投资者，如果公司经营情况良好，那么在其重组后的三至五年，它会被转售给竞争者，给别人机会从中获得高额收益的机会，这种做法的意义何在呢？巴菲特收购家族企业的战略主要针对的是那些在心理上极不情愿把公司出售给竞争对手的企业主群体。在这方面，巴菲特的中立立场起着很大的作用。他是最受欢迎的买家，因为他并不是一位严格意义上的战略投资者，因为他不是一个竞争对手。巴菲特也不是一位财务投资者，他承诺永远持有一家公司。巴菲特与公司创始人都对公司有着深厚的感情。

正如我们已经讨论过的，巴菲特不是一位财务投资者，因为他不会出售收购的资产。然而，与此同时，他又是一位财务投资者，因为他不是他所收购公司的竞争对手。他不是一位战略投资者，因为他并没有选择让子公司之间实现协同效应，但他又是一位战略投资者，因为他打算永远持有他的公司。这个定位对他实施低价收购战略来说至关重要。他把他拥有的各种公司组合成一家综合性公司，可这种组织形式受到了金融理论学者的强烈批评。在巴菲特的例子中，这种结构对他是有益的。他建立了一个市场定位：这是一个成熟企业们的“家”，这些企业的所有者希望将他们的商业资产转化为流动的形式。也许这就是巴菲特真正的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天赋所在。他在写给一位想出售公司的企业主的信中强调过伯克希尔的这种特殊性。事实上，巴菲特指出，如果公司所有者的唯一动机是把筹码换成钱并且把公司扔着身后，那么任何类型的买家都是令人满意的。但是通常来说，虽然价格非常重要，但它并不是出售中最重要的方面。买家的类型才是最重要的，巴菲特说："如果卖家的公司是他们毕生努力的成果，并且已经成为他们个性与存在感不可分割的一部分。"

1986年，巴菲特收购了费切海默公司（这家公司主要生产工作服和制服）84%的股份，这个例子很好地证明了巴菲特是一位独特的买家。这是一家家族企业，历经了几代人的管理。它的所有者想从公司撤出资本，但他们又想保留少数股份，继续控制公司的经营。卖方坚持要求买方在购买后不出售公司，即使有一个极具吸引力的价格吸引其出售。巴菲特说，从卖方的动机来看，这次收购和NFM的收购性质是一样的。在我看来，两者的估值也颇为相似。费切海默公司的税前收益是840万美元。巴菲特以5 500万美元的估值收购了它，相当于税前收益的6.1倍。

艾德•布里奇（Ed Bridge）是Ben Bridge珠宝公司的所有者，这是美国西部一家由65家商店组成的珠宝连锁店，这家公司于2000年被卖给了伯克希尔哈撒韦公司。布里奇说，他以低价卖掉了他的公司。他与巴菲特进行谈判时，另一位战略型买家有意购买，并提出了比伯克希尔高20%的价格。虽然布里奇相信这位买家会出更高的价格，但是他觉得如果把公司卖给那个人很可能会毁了他的公司。

泰特曼兄弟把Jordan's卖给了巴菲特，他们也承认本可以卖出更高的价格。其中一位解释说："巴里和我意识到我们几乎可以得到任何我们想要的，但是有时我们会这么问自己'我还需要多少，为什么？'我们喜欢这么做——我们仍然在谈判，我们在做事；我们喜欢交易带给我们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

挑战与兴奋，但这种乐趣已经与金钱没有太大的关系了。"

巴尼特·黑尔斯博格（Barnett Helzberg）是黑尔斯博格钻石公司的所有者，他明确地表示他只想把他的公司卖给巴菲特。他相信巴菲特仍会把公司总部设在堪萨斯城，并且不会改变公司的特色，同时还能继续为所有员工提供就业机会。黑尔斯博格说："我非常不希望我的同事在我身后唾弃我。把公司卖给出价最高的人固然很容易，但这种做法与选择一位收费最低的脑外科医生，而不是一位技术高超且声誉好的医生给自己做手术一样愚蠢。"

让我们探讨一下出售背后的一些原因，以及为什么把公司卖给某种类型的买家是如此重要。那些有远见的企业家会在他们仍然还有精力管理公司的时候出售他们的公司，而不是在他们职业生涯即将结束的时候才这样做。从纳税的角度来看，更早地出售公司也是更为有益的。如果一家公司是在其所有者去世后出售的，那这家公司将很难生存下去。继承人可能不得不支付两种税：资本利得税和所剩资产的遗产税。在大多数情况下，高税收使家族企业无法被继承，因此继承人没有足够的资源来维持公司的运营并缴纳税款。在新主人受限的情况下，企业不得不被出售。在这种情况下，卖方没有强有力的谈判立场。在所有者去世之前出售公司，缴纳资本利得税和遗产税有时间差，缴纳税款相对容易一些，因为资本是流动的。此外，一些现金可以在不用缴税的情况下转移给继承人。从纳税的角度来看，通过合并来出售是更好的选择，因为这种"出售"是为了换取另一家公司的股份，并且这种出售不缴纳资本利得税。那么就只剩下因所有人死亡而产生的遗产税问题了。巴菲特有时也同意用伯克希尔哈撒韦公司的股份来收购公司。比如，对 Dexter 鞋业公司（1993 年）、冰雪皇后冰激凌（1997 年）、事达家具店（1997 年）和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Executive Jet（1998年）的收购是全部或部分用伯克希尔股票换取的。

事达家具店的所有者梅尔文·沃尔夫和他的妹妹雪莉·托明（Shirley Tomin），讲述了他们将公司卖给伯克希尔哈撒韦公司以换取B类股票的动机。“这是一个既能获得流动性又不会失去对公司控制权和管理权的好机会，”沃尔夫说，“我认为联邦遗产税（遗产税将达到55%）是所有家族企业都关注的问题。”如果遗产继承是公司股份的形式，那么继承人将不得不出售该公司以支付遗产税，所以公司会被强制出售，并且不得不尽快完成。买家最有可能是杠杆收购专家，他们将让公司负担大量的债务，并且该公司的业务将不会以其原来的形式运营。把公司出售给伯克希尔哈撒韦后，如果需要支付遗产税，继承人可以出售一些伯克希尔哈撒韦公司的股份，但这并不会影响事达家具店的业务。

伯克希尔公司的股票非常适合这类交易：第一，它们具有高流动性；第二，由于伯克希尔公司的多元化经营，持有该集团股票的人可以享受股票市场更可靠的部分；第三，通过与伯克希尔的交易，公司卖家能以一个固定价格获得伯克希尔公司大量的股份，而在公开市场上积累这些股份可能会导致更高的加权平均购买价格；第四，直到最近，伯克希尔公司股价一直是跑赢市场的。与伯克希尔公司进行交易也解决了对出售公司时获得的自由现金进行投资的问题。既然有如此多的好处，那么将公司以一定折扣价出售给伯克希尔公司是有道理的。

巴菲特已经意识到把公司出售给伯克希尔公司的潜在税收优势了。1985年11月，他对外宣称，他准备收购估值超过1亿美元的公司，交易将在年底结束。最后期限非常重要，因为1986年，出售公司的税率将会上升至52.2%，所以在1985年底前完成公司出售可以节约一大笔税款支出。巴菲特对外宣称自己已经准备好了现金，随时都会收购公司。可是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个特殊广告的效果却没那么好。随后，巴菲特完成了多笔交易，在这些交易中，卖方的主要动机是两代人之间转移家族资产。除了收购了事达家具店和费切海默公司，他还收购了 Justin Industries、Jordan's 家具店、欢乐厨妇（Pampered Chef）。波仙珠宝或许也属于这种类型的收购，公司所有者在交易不久后就去世了。

当然，用伯克希尔的股份换取其他公司股份的交易稀释了巴菲特在集团中的所有权。为了鼓励那些对纳税持有更中立态度的人收取现金，他有时采取不对称定价。例如，对于 FlightSafety International，当时巴菲特的出价是 1 股伯克希尔股票（当时的交易价）是 48 美元，或 50 美元现金。对于冰雪皇后，他的出价是 27 美元现金或 26 美元伯克希尔股票。现在他使用 B 类股票，这类股票是没有投票权的。

作为买主，巴菲特还有另外一个竞争优势，那就是他拥有雄厚的财力，他永远不会通过借贷进行交易和用收购的股份作为抵押，他也不会在交易后用收购的资产来借钱。用收购的资产借钱可能会导致破坏这些资产，这种思维模式就将巴菲特与其他公司的买家，尤其是与基金区分开来。在比尔・蔡德决定出售 RC Willey 的时候，这是一个决定性因素。蔡德记得，当时有多家公司出价来购买他的公司，但是他并不愿意卖给他们，因为他们都无法支付大量现金。有一位买家想采用拆分付款，大约 50% 的款项使用现金付款，剩下的部分则以该公司为抵押借款获得。在这种情况下，该公司最终将会背负大量的债务。也有其他人表示愿意与蔡德谈论股份的问题，但是他们的公司使菜德感到不是很“舒服”。最后，该公司被卖给了伯克希尔公司，换取了伯克希尔公司的股份。这就避免了交易中的税款支出。为了保留一些剩余所有权和作为管理者的经营动力，蔡德家族保留了一家商店，并将它租给了伯克希尔公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特对此做出了总结，他说："伯克希尔公司能做其他公司不能做的事和没有一家美国公司可以做到的事，具体地说就是把一些公司的所有权转移给下一代经营者。我可以保证公司不会转售。"巴菲特控制着伯克希尔公司的董事会，所以没有人能让他放弃任何一家公司。

2013年，巴菲特对亨氏50%股份的收购是此类收购的一种有趣的转化形式。另外50%的股份是3G资本公司收购来的，这家基金以其进取好斗的管理风格而出名。在出售期间，该公司宣布其未来的管理形式还没有确定，该基金会来管理公司。出售以后，《华尔街日报》的一篇文章这样写道："6月，在交易结束后的几天，亨氏公司的高管们参加了在旧金山一家豪华酒店举办的该公司领导人年度会议。新任命的首席执行官贝尔纳多·海斯（Bernardo Hees）宣布，要用其下属或3G资本的自己人更换几乎所有的亨氏高管。"这篇文章还提到了公司要大幅裁员和关闭工厂。分析师认为，大幅削减成本的一部分原因是消费者开始偏爱新鲜食物，还有金融危机使消费者减少了支出，以及其他一些经济因素。这可能是巴菲特第一次在并购交易中没有宣扬"为对的公司提供温暖的家"的理念。巴菲特的策略可能会随着他年龄的增长而改变。自然，人越年长，进行个人担保也会越复杂。难道巴菲特的业务核心就是个人担保吗？

白骑士的防御

你最好有一只九百磅重的大猩猩。

沃伦·巴菲特

当从投资角度看一些大型上市公司很有投资潜力时，巴菲特会购买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它们的少数股份，但是把整个公司买下来可能太贵了——公司的规模可能太大了，或者拿到其控制权也太难。有时他会在公开市场上购买股票，有时他会就通过私募基金（PIPE）与发行人直接达成购买股份的协议。对于巴菲特是否有比其他投资者更优惠的条件，以及他是否会因为他的声誉得到这些优惠条件，分析人士对此争论不休。

一位名为琳达•桑德勒（Linda Sandle）的记者认为，这些问题的答案是肯定的。1989 年，她在《华尔街日报》发表了一篇题为《巴菲特的救世主身份给了他其他股东得不到的交易》（*Buffett's Savior Role Lands Him Deals Other Holders Can't Get*）的文章。她谈到了三笔著名的与可转换优先股有关的私募基金交易：1987 年在所罗门兄弟投资 7 亿美元，1989 年在美国航空公司投资 3.58 亿美元以及在吉列公司投资 6 亿美元。所有的这些交易都是用来抵制恶意收购的"白骑士"防御。桑德勒解释说，巴菲特充当着保护者的角色，帮助公司抵制那些所谓的"投机艺术家"。他没有表现出任何追求特洛伊木马策略的倾向。如果他试图控制这些公司，就会损害他友好投资者的这一良好形象。

在巴菲特收购美国航空公司的股份之前，该公司一直被视为由迈克尔•斯坦哈特（Michael Steinhardl）管理的对冲基金的恶意收购目标。所罗门兄弟也担心罗纳德•佩雷尔曼（Ronald Perelman）会恶意收购自己。吉列公司已经被当作敌意收购目标很多次了。在 20 世纪 80 年代，可转换债券和可转换优先股被广泛作为防御机制用来抵制那些通过垃圾债券融资进行的恶意杠杆收购。

桑德勒认为，这三笔交易的价格均低于在公开市场上的价格。据分析师估计，这些优先股的股息很高（美国航空公司为 9.25%，所罗门公司为 9%，吉列为 8.75%）。转换溢价很低（美国航空公司为 15%，所罗门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司为12%~13%，吉列为20%）。桑德勒认为，在市场配售中，可转换优先股可以以20%~25%的溢价卖出。事实上，在所罗门兄弟公司的例子中，佩雷尔曼提议比出售给巴菲特的更优惠的条件购买可转债：他为较少的股份给出了同样的价格——10.9%的股份，而巴菲特为12%。巴菲特的朋友卡罗尔·卢米斯发现，所罗门公司广泛存在着这种说法："巴菲特已利用古弗兰对佩雷尔曼的恐惧，加上过高股息或低转换价格或两者皆有，让他可以高枕无忧地控制公司。"在接下来的几年里，这种说法并没有消失，并且公司高管们（尽管古弗兰本人从未参与）不止一次会见巴菲特，主张撤销他的优先股。的确，这笔交易显然考虑到了他对该银行的管理层友好，因为他买入证券的条件不如佩雷尔曼所提出的条件对公司更有利。

艾伦·斯隆（Allan Sloan）原来是《每日新闻》（*Newsday*）的专栏作家，目前担任《财富》杂志的高级编辑，他也认为，巴菲特是在极其有利的条件下进行这些交易的。根据巴菲特在吉列公司的投资条款，优先股每股的成本为1 000美元，可以在10年后以每股50美元的价格强制转换成20股普通股。优先股的保证股息为每年（50美元的）8.75%，或4.375美元。斯隆认为，在该交易进行时，该股的股价为41⅝美元，股票的市场价格与隐含股票价格之间的差额是8⅜美元或20%。该公司为普通股派发的定期股息为每股0.96美元，优先股的股息大约比普通股股息高3.40美元。巴菲特会在不到2½年的时间内弥补普通股股票股价和隐含股票股价之间的差价。在斯隆看来，平均而言，类似投资工具的投资回收期为3½年。要使巴菲特的投资回收期为3½年，优先股转普通股的转换价格应该为53¼美元。与市场情况相比，巴菲特获利了7%。巴菲特和吉列公司的管理层都对斯隆的计算进行了评论，他们都很认可他的数据，却不认同他的结论。吉列公司的管理层认为，该交易的某些具体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

条件（特别是发行人可以要求提前赎回，还可以在巴菲特决定出售股票时有对巴菲特的股票的优先购买权）平衡了相对高的利息和低转换价格，因此交易的条件并非与市场估值不同。实际上，吉列于 1991 年要求赎回，巴菲特就把他的优先股转成了普通股。罗伯特·海格士多姆发布的报告中称，由于转换，6 亿美元的原始投资的估值达到了 8.75 亿美元。

为了更好地了解交易条件，让我们分析一下吉列公司当时的情况。詹姆斯·阿尔托奇（James Altucher）是一位作家、投资人和企业家，同时也是研究巴菲特投资战略的权威。他发现，吉列公司当时处境困难，它的收入以每年 1% 的速度增长，公司的股价停滞不前，公司不得不增加其债务负担，以抵御恶意收购。阿尔托奇认为，这家公司不符合巴菲特的投资标准。

许多分析师认为，吉列公司并没有意识到自己的潜力。从 1986 年开始，罗纳德·佩雷尔曼曾三次企图恶意获得该公司的控制权。他先前已经接管了露华浓公司。吉列公司赢得了这场商战，但是也因此付出了巨大的代价，因为吉列溢价购买了佩雷尔曼在该公司的股份。1988 年，康尼斯顿集团（Coniston Group）步佩雷尔曼的后尘采取了行动，企图通过董事会控制吉列公司。吉列公司在这场代理权争夺战中仅仅以微弱优势获胜。

一位内部人士——吉列公司的董事丽塔·里卡多·坎贝尔（Rita Ricardo-Campbell）后来透露，公司的投资银行认为，6 亿美元很难找到，这其中没有配售，而且投资人很可能要求每年有 25% 的回报。此外，吉列也没有其他出价可选择了。作为一位投资人，巴菲特是极具吸引力的，因为他没有进行过不友好的收购。在中止协议中，他承诺至少在 10 年内不会与任何其他持股 5% 或者更多股份的公司合作。康尼斯顿集团对吉列

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

董事会决策的影响将被巴菲特大幅削减，巴菲特将会持有该公司 11% 的股份并且成为董事会的成员。坎贝尔说道："通过一项重要的投资，他可以使吉列公司在这场收购大战中不再成为被攻击的目标。我不记得 6 月和 7 月召开的董事会会议是否讨论了吉列公司会因为巴菲特的投资而获益，可能所有人都觉得它不值得讨论。吉列公司需要一个平静期来开展它的业务。吉列公司一直是投机收购的目标，直到巴菲特投资了它。令我惊讶的是，竟然有那么多董事会成员知道沃伦·巴菲特的声望。"董事会成员们知道他的声望可能并不奇怪，因为巴菲特已经通过同样的手段帮助所罗门公司抵御了其他公司同样的攻击。

根据珍妮特·洛尔（Janet Lowe）所著的《沃伦·巴菲特讲话：世界上最伟大的投资者的机智和智慧》（*Warren Buffett Speaks*：*Wit and Wisdom From the World's Greatest Investor*）一书所说，按照巴菲特的标准，他对美国航空和所罗门兄弟的投资最终是相对不太成功的。美国航空公司一度濒临破产，并且已经停止派发优先股股息。因此，在 3.58 亿美元的原始投资中，巴菲特减记了其中的 2.685 亿美元。随后，该公司的运营得到了改善，派发了以前未能派发的股息，账面损失只是会计事项。巴菲特承认，他买入了一家高成本航空公司是认为它会受到保护，但那是在低成本航空公司西南航空公司出现之前。美国航空公司成本为每客位英里 12 美分，而西南航空为每客位英里 8 美分。

对所罗门兄弟的投资受到了 1991 年丑闻的影响，我们在第 4 章已简要提到过。这次丑闻被广泛报道。美国证券交易委员会控告该银行的交易员保罗·莫泽在进行政府债券交易时违反了监管规定。这次违规行为非常严重，可能导致该银行被清算。所罗门的管理者联系了有着"廉洁先生"美称的巴菲特，并请求他成为董事长，巴菲特不得不同意。在巴菲特接管该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行几个月之后，该银行避免了被清算的厄运，这次经历被巴菲特描述为“远不是那么有趣”。巴菲特持有他在所罗门的部分投资 10 年，直到该公司被旅行者集团收购。据一些人估计，他的投资增长了 2.5 倍，取得了 10% 的年回报率，从巴菲特当时的观点来看，这是投资最低的必要回报率。[①]

在美国航空和所罗门兄弟这两个例子中，巴菲特并没有在公司的业绩改善后将他的全部投资都转换为普通股。也许，这间接表明巴菲特认为这些普通股并不能实现他所要求的回报。

2005 年，在宝洁公司收购吉列公司之后，巴菲特不得不将他在吉列的股份转换为宝洁的股份。巴菲特的股份达到了 56 亿美元，这笔投资的税前回报率达到了每年 14%。这个回报率来自于股价增长和收购吉列股份时支付的 20% 的溢价。同时，巴菲特也会收到股息。这确实是一笔很好的投资。

在罗文斯坦看来，巴菲特的条款可能比那些普通投资者的更有优势，但这些条款也并没有像各种批评家所猜想的那样有优势。在每笔交易中，他必须承诺 10 年。这么长的时间在投资界看来实在是太久了，所以很多投资者很可能会选择放弃这种投资机会。

对冠军国际公司（Champion International）的投资是一笔比较不为人知的投资，也是一笔防御收购的投资，这是一家纸浆和造纸公司。1989 年，巴菲特购买了 3 亿美元的优先股，并获得了 9.25% 的股息和 38 美元

① 我发现很难找到数据来精确计算这一回报率。优先股股息为 9%，这是被支付的。部分优先股转换成普通股，一些股票则被出售。所罗门的情况开始改善时，巴菲特也买了额外的股票。所有这些股份最终被转化为旅行者公司的股份。《纽约时报》对这次投资进行了评估，认为巴菲特保留了 7 亿美元原始投资中的 4.2 亿美元，在这些剩余的股份中，在该公司被卖给旅行者公司的时候，他赚取了 16%。旅行者股份并没有在巴菲特 1997 年之后的年度报告中反映出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的转换价格（股票的市价是 30 美元，所以转换价格有 27% 的溢价），以及 10 年的期限。木材储备的市场价值约为 25 亿美元，这保证了该公司能够偿还债务。这些储备也起到了防御通货膨胀的作用。1995 年，优先股被转换成普通股，然后再回卖给这家公司。除了主要的股息收入外，伯克希尔公司在此次交易中的税后投资回报率约为 19%，或者年化 4.4%。这笔交易的回报还是可以接受的。最终该公司被美国国际纸业公司（International Paper）收购了。

1997 年，奥斯汀 • 墨菲（Austin Murphy）、罗伯特 • 克雷曼（Robert Kleiman）和凯文 • 内森（Kevin Nathan）联合发表了一篇文章，在这篇文章中，他们试图基于证券市场的反应来分析优先股定价准确性的问题。他们评估了在新发行证券公布之日前后的普通股的价格波动。20 世纪 80 年代末和 20 世纪 90 年代初，巴菲特共有 5 笔涉及优先股的交易，分别是美国运通、吉列、所罗门、美国航空和冠军国际。吉列和所罗门的股票对消息作出了积极的回应。研究人员认为，这种情况的发生不仅是因为配股条件对证券的卖方比对买方更有利，还有其他一些原因。由于专业投资者向市场暗示该公司对投资者是有吸引力的，所以买方的投资可能会增加公司价值或对公司产生积极的宣传作用。在其他情况下，市场并没有以任何方式对这些消息作出反应。总体而言，该研究显示，如果巴菲特确实在定价方面得到优待，那么从市场的角度看来，这是他应得的；然而，为什么会出现这种情况则是另外一个问题。毕竟，声誉是用金钱换来的。

20 世纪 80 年代末，杠杆收购是一种风潮，从那时起，巴菲特便开始扮演“白骑士”的角色。杠杆收购专家致力于使用较少的股权资本来购买大公司。这些收购主要通过发行垃圾债券来筹集资金。巴菲特是理想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的保护者，因为他有良好的声誉。他不需要从外部筹集资金，而且他能够迅速行动。罗杰·罗文斯坦评论说："对于一位绝望的CEO来说，把资产卖给巴菲特可能是介于向敌人投降与通过绿票讹诈（greenmail）自我牺牲之间的第三种途径。"

防御不友好的投资者也是一些家族企业选择被伯克希尔公司收购的原因。在FightSafety International的例子中，控股股东的股份达到了37%。巴菲特的一位传记作者说，1996年收购这家公司的行为是对非友好投资者的一种防御措施。该公司的一位持有最多股份的股东拐弯抹角地表达了他的观点："近年来，我开始担心，一旦我退出了，也许一百年以后，这家我们悉心建立起来的公司可能被外人接管和分割。我不希望发生这样的事，却不知道该做些什么。幸运的是，我的好运又再次来临了。沃伦·巴菲特打电话过来了。"大股东艾伯特·尤斯基（Albert Ueltschi）在进行那笔交易时已经78岁了，这也可能是为转移遗产做准备。2012年，尤斯基去世了。

我们已经讨论了巴菲特在1985年收购大都会传播公司时的一些细节。罗杰·罗文斯坦描述了巴菲特和大都会传播公司的董事托马斯·墨菲（Thomas Murphy）和丹尼尔·伯克（Daniel Burke）之间的对话。奇怪的是，通过购买美国广播公司，大都会传播公司可能使自己成为了被收购的目标，托马斯·墨菲想知道能做些什么。巴菲特认为，让股东中的有只"大猩猩"可能会对他有所帮助。他所说的"大猩猩"是指那些持有大量股份，并且无论如何不愿意出售股份的人。公司高管们问巴菲特是否愿意做"大猩猩"，巴菲特同意了。之后，巴菲特说，在这个想法出现之前，他没有想象过自己会扮演这个角色，然而高管们却不这样认为，他们认为巴菲特可能早已准备好要扮演这个"大猩猩"的角色了。在同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一天，他就对大都会传播公司报了价。这可能也表明，他已经事先想要这么做了，而这并不仅仅是我们已经讨论过的他在整个市场范围内持续做尽职调查的一部分。在与大都会传播公司进行交易后，巴菲特发出了一份授权书，允许伯克和墨菲对他的股份进行投票。从法律上讲，这意味着在没有他们许可的情况下，巴菲特不能出售他的股份。

在这种情况下，投资吉列公司的想法是怎样出现的也是一个值得探讨的深刻问题。巴菲特是发起交易的一方。某天晚上，当他阅读吉列公司的年报时——阅读公司年报是他最喜欢做的事——他注意到该公司的净资产为负值，于是得出了结论：一些额外的股东资本对该公司可能有用。然后他提议自己要为吉列公司投资。

巴菲特在21世纪初对私募基金有一个不同的经济原理：当公司和银行受到经济危机影响时，要为他们提供资金帮助。这是他投资Level 3 Communications（一家提供宽带服务的电信公司，公司由伯克希尔公司的董事之一创立）、威廉姆斯公司（专门从事天然气勘探）和高盛公司的动机。

巴菲特对Level 3 Communications的投资发生在2002年7月，那时电信泡沫已经破灭。该公司的股价已经从100美元降至2.89美元。此次，投资人财团的总投资额达5亿美元。巴菲特在其中占1亿美元。利息是9%，而转换价格是3.42美元（较当时的市场价格有18%的溢价）。当交易宣布后，市场价格上涨至4.26美元。2003年，在交易进行的16个月以后，巴菲特转换了他的股份，并把他的股份卖掉了。他解释说，持有电信股让他不舒服，因为他不知道如何评估它们的价值。分析人士认为，巴菲特在这笔交易中获得了100%的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特于 2002 年对威廉姆斯公司（Williams Companies）投资了 2.75 亿美元。在安然公司倒闭后，威廉姆斯公司的股价承受着很大的压力，巴菲特的投资无疑对它是一种帮助。这次投资的利率定在 9.875%，转换价格是 18 美元。当时该股票的成交价为 16 美元。最终巴菲特成功地退出了这笔投资，尽管事实是在这其中有一段时间该公司发生亏损，股价一度跌至 1 美元。在这段痛苦的时期，一个投资人财团再次向该公司提供了紧急贷款。巴菲特加入了这个联盟，但没有透露他有多少股份。

2008 年 3 月，雷曼兄弟公司来找巴菲特，想要 40 亿美元投资。巴菲特提出了他准备交易的条件：优先股股息为 9% 以及以 40 亿美元的价格购买普通股的认股权证。当时，雷曼股票的交易价格还不到 39 美元。然而，巴菲特在研究了雷曼兄弟的财务状况之后改变了主意。安德鲁·索尔金（Andrew Sorkin）在其著作《大而不倒》（*Too Big to Fail*）一书中解释说，巴菲特在阅读报告之后发现了很多问题，他的原则之一是如果有很多问题，那么最好不要投资，即使这些问题已经有了答案。到了秋天，这场危机升级了。2008 年 9 月 15 日，雷曼兄弟申请破产，这场危机进一步加剧。

下一个向巴菲特要钱的著名银行是高盛公司，这一次巴菲特没有拒绝。签署的协议中包括 50 亿美元的优先股，股息为 10%。巴菲特也被授权可以不早于 2013 年以每股 115 美元的价格购买另外 50 亿美元的普通股。在交易时，高盛的股价约为 110 美元，购买价较市场价格的溢价达到了 4.5%。2011 年 4 月，高盛要求以较优先股股价 10% 的溢价提前赎回之前出售的优先股——这项条款已经在交易中达成。巴菲特获得了约 17.5 亿美元的股息和提前赎回的溢价。在两年半的时间中，收益率约为 35%，年化 12.5%，对于投资优先股来说，这是一份相当不错的的回报。与此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时，当许多投资银行濒临破产，并且他们之中的一些银行即将不复存在时，巴菲特是在市场底部进行了这笔投资。[①]2013 年，巴菲特行使了他的购买权，以双方提前约定的价格购买了高盛的股份。在经历了先前 170 美元的峰值之后，高盛的股价在 2003 年年初已降至 130 美元，条款也随之进行了调整。虽然高盛出售给巴菲特的股份远远少于最初协议中承诺的数额，但是高盛以更低的价格卖给了他，以便售价与市场价格之间的差价能产生与他根据最初协议行使权力所能得到的同样多的利润。截至 2013 年年底，伯克希尔公司的资产负债表显示，公司持有高盛股份的以成本价值为 7.5 亿美元，市场价值 23 亿美元。

我们也许可以同意迈克尔 • 刘易斯（Michal Lewis）的观点，在这样的交易中，巴菲特的资金不仅仅是钱，它们也是一种道德认可。刘易斯说："巴菲特正直的美誉能让他用他的资本向那些四面楚歌的 CEO 要额外的东西。"但我们对巴菲特投资行为的研究显示，我们无法明确地得出这种结论。

不可谈判的交易

现在，我是一个"一口价"的家伙。

沃伦 • 巴菲特

当巴菲特受到了大家的欢迎，并且大家都因为他的声望而愿意把股份卖给他时，他便建立起了一个收购程序，任何正在考虑把他当作投资人引入的人都要遵循这套程序。卖方必须先标明价格。在博弈论中，从

① 当然，没有巴菲特的投资和政府对美国国际集团的救助，高盛集团能否生存下来也无法确定。正如我们已经讨论过的那样，高盛在合约方面在美国国际集团上有相当大的风险暴露。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖方收益最大化的角度考虑，最优的解决方案是"荷兰式拍卖"。在这种类型的拍卖中，只要价格在合理范围内，卖方开始开出的价格可以尽可能高。在与巴菲特进行谈判时，当卖方开出价格后，巴菲特马上会做出最终决定，并且不再重新考虑，即使卖方要降低价格。如果巴菲特没有公布他的交易规则并且坚持下去不动摇，那么卖家就会试图猜测他可能会给出的最高价格。"在人的一生中，你会得到一个虚张声势的名声或者不虚张声势的名声，"一位将他的公司卖给巴菲特的人评论说，"与巴菲特谈判就意味着根本没谈判。他会给出交易条款让你参考，而这些就是他要的交易条款。"博弈理论正式描述了这一点。如果卖方只能出一次价，那么其出价一定会低于可以讲价时的出价。

1996 年，巴菲特收购了中部州保险公司，这家保险公司的负责人这样描述了他与巴菲特谈判的经历："他给我们的报价是他购买公司的年度盈利的 10 倍。我向他建议，'去年我们盈利是 1 000 万美元，所以如果我计算正确的话，那就是 1 亿美元。'他说，'好的。'我说，'那 1.25 亿美元怎么样？'他说，'你现在说得太晚了。'"

当巴菲特讲述他在 2000 年以每股 35.05 美元的价格收购中美能源公司的故事时，他用着极具讽刺意味的口吻说出了他"不讨价还价"的原则："为什么是 35.05 美元这么奇怪的数字？我最初的决定是 35 美元。这时我是一个'一口价'的家伙。经过好几天的谈判，代表中美能源的投资银行家也没能让我提高伯克希尔公司的报价。但是最后他们抓住了我的弱点，于是我做出了让步，告诉他们我会报出 35.05 美元。我告诉他们，他们可以告诉他们的客户，他们榨取了我的最后一枚硬币。"

当然，不总是这样。1977 年，当巴菲特收购《布法罗晚报》的时候，他第一次的出价是 3 000 万美元，但他被拒绝了。然后，他将报价提高至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3 200 万美元。当报价再次被拒绝时，他又报价 3 250 万美元。我们在第 3 章讨论过的 1985 年的交易中提到过，巴菲特也曾被代表大都会传播公司的银行家说服提高他的报价。收购 GEICO 的谈判持续了一年多。巴菲特偶尔暂停讨论，这给人留下了他没有兴趣的印象。最后，双方达成了最后的价格，这个价格与巴菲特最初设想的完全不一样。巴菲特接受了卖方的条件。这发生在 1995 年。

在巴菲特的职业生涯早期，当他仍在通过购买公司、输送资本收益和增加保险业务来建设他“印钞机”的主体时，强硬的谈判立场并不总是合适的。爱丽丝·施罗德讲述了巴菲特在 1967 年收购国民保险公司的过程。巴菲特从一个熟人的口中听说，虽然该公司的所有者杰克·林沃特（Jack Ringwalt）不想卖他的公司，但时不时会有一些事情激怒他（某些“索赔”会激怒他），让他觉得如果没有这家公司，自己会过得更好。一听到他的“情报”来源说林沃特心情不好，巴菲特就迅速安排了一次会面。林沃特之前并没有卖出公司是因为他所得到的所有出价都是来自“骗子”，另外，他除了要求每股 50 美元，还开出了其他条件：该公司必须继续设在奥马哈，所有员工必须留任。巴菲特感觉到林沃特的火气已经消失了大半，于是立即同意了所有条款，即使价格比他想要支付的高出 40%。巴菲特一同意，林沃特马上就后悔了，但是作为一个诚实的人，他不会退出交易。握手之后，林沃特问巴菲特是否想看财务报表。巴菲特觉得，一旦他说想看，林沃特就会以此为借口退出。巴菲特声明，经过审计的报表是最糟糕的，所以他不需要。林沃特接着问巴菲特是否还想买保险代理机构。巴菲特怀疑这同样是个陷阱，虽然它们在处理一些重要的客户关系时非常有用，但是巴菲特拒绝了购买保险代理机构的提议。巴菲特在这一天把条款最终定了下来，因为林沃特第二天早上要去出差，然后一星期后在林沃特回来时，巴菲特完成了交易。清算完伯克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希尔公司原来的业务后，巴菲特便开始组建一种新结构。他把保险业务放在了伯克希尔公司的核心位置，因为它能带来资金并赚取回报。巴菲特将使用这些资金收购其他能够赚钱的公司，如果有必要的话，这些公司反过来又可以给保险业务为提供资本。虽然他最后成为了强硬的“一口价”的人，但是在这种情况下，巴菲特仍会竭尽全力从不情愿卖公司但又很情绪化的卖方那里钓到他的公司。

尽管巴菲特在早期这次收购保险公司过程中没有使用一口价的方法，但是该方法在后来的建立保险核心的行动中（我们在第 6 章中讨论过）仍然发挥了作用。1985 年，巴菲特发布了一则广告，邀请大型商业客户以超过 100 万美元的保费来为风险承保。保险买方不得不给出他的价格，并且他只能出价一次。巴菲特想知道他与他的潜在客户对风险的评估有何不同。他们中哪一个会更有经验？哪一个会最终评估得更精确？一次性考虑每笔交易可以防止保险买方在交易时要求过低的保险金，并且也能使巴菲特知道买方最多愿意出多少价。如果他对风险的评估与保险买家的评估不同，那么当这种差异对他有利时，他就会在交易时做出积极的决定。巴菲特更信任他自己的判断，而不是买家的判断。这种方法对那些做出错误风险评估的买家来说是一场灾难，但那些申请保险的买家仍会主动这么做。这个广告活动使巴菲特募集了 1 亿美元的保险金。

有时，巴菲特也不得不先出价，如当他收购一家上市公司或一家即将破产的公司的时候。在这些情况下，他采用相同的策略：他先出价，然后声称这是不会更改的最终价格。在购买克莱顿公司（Clayton Homes）时，在股东大会对他的出价做出表决的前一天（2003 年 7 月 15 日），巴菲特发布了新闻稿，他用了胡萝卜加大棒的比喻。大棒是指伯克希尔现在或将来都不会提高价格；伯克希尔希望克莱顿公司的股东接受我们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报价。但这个报价我们不会再更改了。胡萝卜是指除非克莱顿公司的同意，不然伯克希尔不会贷款给活动房屋行业的其他公司。这样的谈判策略非常有效，特别是当另一个不那么友好的买家正好前来谈判的时候，因为卖家有可能会彻底失去巴菲特这样的好买家。

当巴菲特试图收购伯灵顿实业公司（这家公司于 2003 年破产）的时候[①]，巴菲特取消了他的出价，因为法官没有批准他提出的一个条件：当卖家选择其他买家时，卖家要支付 1 400 万美元的罚款。“很遗憾，我们不得不终止我们的出价。我们信任和欣赏伯灵顿公司，并且我们希望该公司能无债务地摆脱破产。”巴菲特这样回应了法官的决定。博弈理论告诉我们，在拍卖中购买会过多支付（我们在第 5 章讨论过）。巴菲特在需要拍卖的交易过程中十分谨慎，破产法律要求拍卖。他总是试图把拍卖转化为独家交易，比如借助于高违约金。在伯灵顿公司的例子中，从公司价格最大化的角度来看，法官的做法是正确的。巴菲特出价 5.79 亿美元，而该公司以 6.15 亿美元的现金被出售。

巴菲特的“不讨价还价”政策不仅由他的名声来保障，也由他的财务状况来保障。在 2008 年的股东大会上，他讲了这样一个故事：

我们接到一个电话，这个电话来自玛氏（Mars），他们想让我们资助其收购箭牌公司，我们说可以。我可以告诉人们“可以”，并且不会食言。不管是原子弹在纽约爆炸，或者本·伯南克（Ben Bernanke）与帕丽斯·希尔顿（Paris Hiltom）私奔，这 65 亿美元都是有的。

① 用芒格的话说，巴菲特对伯灵顿感兴趣，因为伯灵顿和肖氏工业有可能进行合作，而肖氏工业是属于伯克希尔公司的。既然巴菲特这么轻易就退出了这场竞争，也许他已经开始怀疑这次收购是否明智了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★★★

朋友和合适的买家的良好形象，或者最差也是中立的形象，再加上在收购过程中会确定一个对他有利的最终价格，这让巴菲特可以进行非常有利的交易。接下来，我们来研究一下巴菲特其他的一些收购案例。在这些案例中，巴菲特充分应用了他成熟的收购方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 章

声誉的作用

如果你想要猎捕那种罕见且移动迅速的大象，那么你的枪就要随时上好膛，为猎捕做好准备。

沃伦·巴菲特

20 世纪 70 年代，巴菲特曾说他对经历过逆转的公司不感兴趣，因为他认为逆转极少能获得成功。他相信把同样的精力和才干投入一家用合理价格购买的好公司会得到更好的结果，这远比投入一家表现不好的公司要强，即使后者的购买价格非常便宜。后来，巴菲特便改变了他的看法，当优秀公司处在不常见的处境时，往往会有绝佳的投资机会，因为处境会使股票被错误地估值。从那以后，巴菲特得出了结论——公司“在手术台上”时是收购的最佳时机。巴菲特越来越频繁地把握并利用这种时机去收购优秀的公司。这类收购案例中有一些尤为著名，比如收购佳斯迈威，这是一家生产建筑保温材料、商业屋面和屋顶保温材料的公司；以及收购成人和儿童内衣以及运动服装生产商鲜果布衣（Fruit of the Loom）。在本章中，我们会探讨对佳斯迈威、鲜果布衣和本杰明摩尔（Benjamin Moore）的收购。通过这些案例，我们可以全面、深刻地理解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的收购技巧。当投资界都沉迷于新经济（New Economy）[①]科技公司时，对本杰明摩尔的收购是在有利的市场环境中收购旧经济类型公司的经典案例。本杰明摩尔和佳斯迈威都是上市公司，但它们的情况和斯科特－费策尔的情况有些许差别。

鲜果布衣

谁笑到最后，谁笑得最好。

——谚语

鲜果布衣是著名的内衣品牌，是西北工业集团（Northwest Industries）旗下的一个品牌。鲜果布衣公司于1985年被威廉·法利（William Farley）以13亿美元的价格通过杠杆收购获得。其中，法利投入了他借来的7 000万美元当作股本，剩余的资金由投资银行德崇证券公司以发行各种证券和银行贷款的方式筹得。这笔收购是在鲜果布衣公司市销率略低于1倍、市盈率大约为20倍的估值基础上进行的。1984年，鲜果布衣公司的收入达到了13亿美元，净利润为7 750万美元。

当交易结束时，分析师评论这家公司可能面临偿还债务的困难。法利预计鲜果布衣公司在1985年下半年的营业收益为1.173亿美元，现金流为1.59亿美元。《商业周刊》（*Business Week*）对法利的预测十分不满，发表于周刊上的一篇文章中说："西北工业集团将需要两倍的金额来满足当时预估的利息费用。但与收购有关的大笔支出——2 100万美元的

① 指那些创新型、高增长、在科技上具备独特优势的行业。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

退职福利金以及包括咨询费、银行业务费用及其他费用在内的 5 000 万美元——这一笔笔支出会迅速耗尽额外的现金。如果预测被证明是太过乐观的，正如公司上半年表现预示的那样，那法利将会发现自己身陷资金短缺的困境。”

威廉·法利是一个雄心勃勃的人。他的事业起步于销售百科全书。法利先是收购小型公司，然后用借来的钱收购一些大公司。通过这样的方式，他一砖一瓦地筑起了自己的金融帝国。在 33 岁时，法利用他的全部存款——2.5 万美元第一次收购了一家小公司。9 年后，当他收购西北工业集团时，法利已经在管理着 20 亿美元的生意了。西北工业集团是他收购的规模最大的一家公司，这次收购也是当时规模最大的杠杆收购之一。他也为自己的一些家人在公司里安排了工作，比如他的妻子就成为了鲜果布衣公司的健康主管。在法利 68 岁的父亲的监督下，公司员工喊着赞美诗般的口号——“没有废料，没有废料，我们追求质量”。一些分析师认为法利对鲜果布衣的收购是不会成功的。因为在这之前，他只管理过几家小公司，并没有多少运营大公司的经验。而且，他的性格还有几分放荡不羁，他亲自参与鲜果布衣公司的广告宣传活动，还漫不经心地想着要去竞选美国总统。

交易完成后，法利为了减轻债务负担而卖掉了公司的部分资产。这是常见的做法——在杠杆收购后，如果借入资金部分比重大、筹措资金价格高的话，那投资人通常会卖出一部分资产。资产变卖为公司带来了大约 2 亿美元。

1986 年，鲜果布衣公司的收入总计 6.9 亿美元，税前利润为 1.47 亿美元。法利计划在那年秋天让公司进行 IPO。他初步计划将每股价格定在 15.25~18.25 美元之间。最终的价格为每股 15.50 美元，这相当于市盈率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

30 倍。法利想募集 4 亿美元甚至更多。然而，华尔街似乎对这笔交易并不那么感兴趣，而将股价设定在了接近价格区间的低端，未能激起市场参与者的热情。股票的发售被延后了。而法利在 1987 年的春天又开始筹备着上市。这一次，每股价格设定为 11~12 美元。1987 年 3 月 3 日，鲜果布衣公司在美国证券交易所（该交易所规模较小，后来被纽约证券交易所收购）上市了，每股价格仅为 9 美元。此次筹资约 2.46 亿美元。该公司发行了 2 700 万股的 A 类股票，每股都有 1 票投票权。法利拥有 1 500 万股 B 类股票，每股有 5 票投票权。另外 370 万股 B 类股票属于在杠杆收购期间投资鲜果布衣的股东——德崇证券及其部分员工。通过这样的方式进行 IPO，法利保留了 67% 的投票控股权。另外，鲜果布衣还发行了大约 3.1 亿美元的债券，以代替利息更高的贷款。在接下来的 10 年中，公司运营得十分成功，在 20 世纪 90 年代中期，鲜果布衣公司的股价上升至每股 50 美元的最高值。

公司首次出现消极的征兆是在 1996 年，当时，公司 CEO 约翰 • 霍兰已经退休。他在公司工作了 34 年，担任 CEO 有 21 年之久。在他的领导下，鲜果布衣成为了著名的内衣品牌，并成为西北工业集团的关键资产。巴菲特说："霍兰退休后，公司的管理层为了收购新的公司，提高了公司的债务水平，而新的收购最终都不成功。随即，公司破产了。"

在接下来的三年里，为了减少支出、增强公司的竞争力，公司将生产设备从美国迁至加勒比海。鲜果布衣有限责任公司在公司税更低的开曼群岛重新注册。这些举措并没有改善公司的运营状况。公司在采购原材料、规划产品范围等方面遇到了困难，而且产品出现了质量问题。鲜果布衣没有在既定截止日期前将产品提供给零售市场。一位分析师点评说："他们搞砸了。在棉花购买、产品制造和物流方面都没有做到位。他们几乎没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

执行力。”公司运营从盈利状态下滑到勉强盈亏平衡，进而陷入亏损经营的窘境。

在一些分析师看来，鲜果布衣公司企图通过在开曼群岛的重新注册来吸引战略型买家。在重新注册后不久，公司的确被出售。然而主要的竞争对手在对公司进行考察后都没有表现出收购的兴趣，尽管1998年，鲜果布衣公司的收入是19.4亿美元，占有32%的男士内衣市场份额和15%的女士内衣市场份额。看上去接管有这样大市场份额的品牌是很值得的，也是符合逻辑的。另外，鲜果布衣公司在那段时间仍在盈利。1998年，公司的利润为1.36亿美元。有一位匿名的潜在买家解释了他们放弃收购的理由：买家的公司不想卷入包括自己生产设备在内的垂直一体化架构，因为这样的结构经常会导致亏损。有一些公司已经把商品生产过程外包给有廉价劳动力的国家，因此，鲜果布衣公司很难与之竞争。

1999年，市场意识到鲜果布衣公司在偿还债务上面临着巨大困难。截至1999年7月，鲜果布衣公司的债务总量增长至13亿美元。到9月底，公司前9个月的收入达到了大约15亿美元，但亏损了2.53亿美元。在第四季度，形势进一步恶化。全年的销售额总计17.8亿美元，但亏损高达6.69亿美元。面对来自债权人的压力，法利被迫辞去了董事长一职。12月中旬，公司邀请约翰·霍兰重新担任CEO，并希望在他的领导下，鲜果布衣能摆脱破产的窘境。

1999年12月21日，信贷评级机构将鲜果布衣公司的债券评级降至仅略高于破产等级（标准普尔将其评级降至CCC）。该股的价格跌至1美元，这使公司市值降至5 400万美元。12月30日，公司按照破产法第11章的规定申请了破产保护。2000年，鲜果布衣公司希望继续缩减成本：关闭了设计和印花工作室以及刺绣品工作室；暂停了持续亏损的服

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

饰生产线，例如牛仔布和其他一些产品；卖掉了国内的一部分仓储和生产设备。这些措施使销售额降至 15.5 亿美元，比 1999 年的销售额降低了 13%。然而，公司还是没有能够恢复盈利。即使 2000 年的亏损比上年的少，但仍然亏损 2.26 亿美元。

2001 年 3 月，公司的重组计划才提交给了破产法官。2001 年 8 月 9 日，法庭收到了两个投资集团收购鲜果布衣的出价。黑石集团（Blackstone）是其中之一的牵头人，另一个是美国得克萨斯州太平洋投资集团（Texas Pacific Group，TPG）。黑石集团与一家小公司结盟，这家小公司是专门生产 T 恤衫和运动衣的罗素公司，市值为 4 亿 ~4.5 亿美元。这家公司之前曾购买过鲜果布衣的部分资产。TPG 也有同盟——加拿大的吉尔丹运动衣公司（Gildan Activewear）。

最初的报价在 6.5 亿 ~8 亿美元间。两个投资集团都希望通过借贷资金来筹措钱款，这就变成了另一笔杠杆收购交易。由于银行不准备根据公司的资金流向其贷款，所以贷款需要依靠其运营资本的支持。据一些未署名的消息来源显示，这样的融资结构允许该公司募集 5.5 亿 ~6 亿美元。该公司有大约 10 亿美元的运营资本，其担保价值是市场价值的 50%~65%。在和公司债权人的谈判中，两个投资集团都提高了报价。等到巴菲特来参加竞标时，两个集团的出价都在 8 亿 ~10 亿美元之间。黑石集团给出的价格更接近 8 亿美元，而 TPG 的具体报价并未公开。

巴菲特在 2001 年 11 月 2 日公布了他的出价。在发布的新闻中，他表明了收购的两个原因：鲜果布衣公司的品牌优势和约翰·霍兰的管理才能。巴菲特出价 8.35 亿美元收购公司的资产，而且这 8.35 亿美元全部用现金支付。而其他收购者会同时用现金、股份、借用资金等多种方式进行支付。拉扎德投资银行（Lazard Frères）组织了这次投标，并将重组公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的估值定为 9.2 亿 ~11.5 亿美元。巴菲特坚持一个特殊条件——如果其他投资者的出价高于他的出价，或者伯克希尔的恢复计划遭到拒绝，他将坚持要 3 000 万美元的补偿金。最后的决定取决于法官，因为破产程序由法庭主导。大额补偿金让法官感到吃惊，于是，巴菲特将补偿金降低至 2 250 万 ~2 750 万美元，最终金额取决于决策的时间。法官说："如果你让一个收购者上钩，你就要付出相应的代价。"最终，法官批准了修改后的条件。

2001 年 11 月 30 日是投标的最后阶段，既没有新的出价的出现，原来的收购者也没有提高价格。黑石集团在巴菲特刚加入时就退出了竞标，这使同盟的罗素集团不得不放弃了投标，因为没有财务合作伙伴，罗素集团募集不到收购所需的资金。因为巴菲特提出全部用现金支付，其他投标者很难提出高于巴菲特的出价。当交易资金由现金、股份和借款组成时，而且现金比例不大时，报价需要远远高于现金出价，因为卖家总是更青睐现金。巴菲特的现金补偿金金额约为 2 500 万美元，这部分金额将不得不在买家支付的资金中减去。所以，能与巴菲特竞争的出价不是要超过 8.35 亿美元，而是要超过 8.6 亿美元。尽管 TPG 的具体收购条件并不明确，但是为了使总价值"相等"，他们的出价必须要高于巴菲特的出价才行。

复杂的收购程序令债权人精疲力竭，他们希望收购事宜结束得越快越好。最终巴菲特以他想要的价格收购了鲜果布衣公司。从倍数上看，这个价值所体现出的企业价值与 EBITDA 之比大约为 7 倍（当公司被拍卖时，买家得到了免除了之前债务的公司，而公司价值与收购价格相符，这时应这样计算：835/120=6.94）。对于有着强大的经济特许权和杰出 CEO 的公司来说，这一估值并不算高。这个估值也考虑了破产情况和重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组的需要。除此之外，等到巴菲特对鲜果布衣进行投资时，他要求的收购回报已经从 15% 降至 10%。

在 2001 年写给股东的信中，巴菲特写道，鲜果布衣的破产是不同寻常的案例。优先债务的利息付款一直没有中断，并且伯克希尔公司已经在这些债券上大约赚了 15% 的当期回报，因为在破产之前，巴菲特以其面值 50% 的价格购买了公司的公共与银行债券。伯克希尔公司持有鲜果布衣的债券占鲜果布衣全部未偿还优先债务的 10%。巴菲特认为伯克希尔持有的优先债务大概能返回其面值的 70%。收购鲜果布衣的费用之所以降低的原因就是持有这笔债务的存在。如果把这一因素一同纳入公司估价，那么巴菲特则以 7.3 亿美元收购了鲜果布衣。这就部分地解释了他能够比竞争者给出更加有吸引力的价格的原因。全部买下公司债务的风险状况是有趣的。巴菲特在得知未偿还的债务总量和其他竞标者的出价之后，他能大概估算出自己对该公司债务的投资能获利多少。破产期间，由于没有严格遵守债权人获得偿付的优先顺序，所以投资的收益只能大概估算。

从对鲜果布衣的收购案中，我们可以领悟到巴菲特收购风格中的很多特点：首先，收购的目标公司必须是一家有吸引力的公司，要满足巴菲特的要求和标准，而且必须是优秀的品牌，拥有卓越的领导者；其次，巴菲特知道所有战略买家都放弃了这家公司。他加入得非常晚，当其他收购者出的最高价被公开后，他才加入。巴菲特也了解他可以提出更好的条件，因为他可以全部用现金交易，这一点是其他竞标者无法做到的。现金支付、快速交易的特点在 2002 年也助了巴菲特一臂之力。北方天然气公司（Northern Gas Natural）是破产的安然公司的一家子公司，它迫切需要现款，这使得伯克希尔的子公司中美能源公司成功投资了北方天然气公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这次收购中，巴菲特达到了自己的预期吗？对此，我们没有太多的细节可以证实。伯克希尔的报告并没有涉及单家公司利润率的数据。已有的资料显示公司的运营情况比较乐观。2004 年的年度报告表明，当年鲜果布衣公司处于盈利状态，销售额达到了 13 亿美元，而 2001 年销售额仅为 10 亿美元。销售额的增长显示，在 2002 年至 2004 年间，销售额平均增长率为每年 8.4%。2005 年，鲜果布衣公司在男士内衣市场的份额增加至 47.8%，女士内衣市场份额增加至 24.7%，而 1999 年公司经历破产时，男士和女士的内衣市场份额分别为 32% 和 13%。2006 年，鲜果布衣公司收购了罗素集团，它正是早些时候那家想收购鲜果布衣的公司。关于这笔交易没有更多的数据了，因为这是巴菲特庞大的企业集团中相对小的一笔交易。

本杰明摩尔：收购被遗忘的股份

当市场骤跌时，不要惊慌，也不要悲伤。这对伯克希尔来说都是好消息。

沃伦·巴菲特

巴菲特是“旧经济”的狂热爱好者。在 2000 年至 2001 年间，当新经济泡沫破碎后、股票市场回调时，他进行了很多“旧经济”类型的收购。在之前的繁荣阶段，高市场水平是受技术公司估值所驱使。投资者认为，大多数的传统行业过时了。而泡沫的破碎进一步推低了旧经济公司。巴菲特正是利用了这种情况，其收购的公司是上市公司或者将要上市的公司。这样的收购在巴菲特的投资组合中非常罕见，因为与上市公司比起来，私人公司的价格会更加便宜。巴菲特常用的收购办法就是公布他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出价并询问公司是否接受，而要通过这种方式收购上市公司就困难了。上市公司的董事会有义务为股东利益最大化而行动。不管接受或拒绝收购，董事会都必须尽最大努力与收购者谈判以迫使他提高价格。如果不这么做，董事会可能会面临股东的起诉。

尽管如此，巴菲特还是成功收购了本杰明摩尔这家拥有百年历史的公司。本杰明摩尔是一家油漆生产商，有着卓越的同名品牌，营业额为7.8亿美元。1999年，本杰明摩尔公司的净利润为7 800万美元，每股2.93美元。1999年，本杰明摩尔公司的收入增长了10%，净利润增长了30%，净利润率达到了10%，股东权益回报率达到了18%，这都非常值得称赞。然而在2000年的上半年，财务状况出现了问题，利润下降了52%，仅为1 920万美元。尽管收购的是本杰明摩尔这样的上市公司，但是巴菲特收购私人公司时所形成的独树一帜的风格还是得到了充分展现：胡萝卜加大棒式的报价、闪电般的速度和相对较低的价格。

2000年11月8日股市收市后，巴菲特宣布了自己的竞价。几年前，本杰明摩尔在其鼎盛时期的股价为每股90美元。而在巴菲特收购它的前一年，其股价已经跌至35美元。2000年，其股价为28美元，到了10月23日则跌至19美元。这说明基于1999年的盈利，其市盈率为6.5倍。相比之下，在互联网繁荣期间，伯克希尔股份“仅仅”下降了44%。在收购本杰明摩尔公司的之前12个月里，标普化工股票下降了17%。在没有任何实质原因的情况下，本杰明摩尔的股份下滑。除了投资者的兴趣转移到了新经济公司，对于较低价格的另一种解释是本杰明摩尔股票的低流动性，其股票是在场外交易的，并不在交易所交易。该公司的控股权是统一的。分析师把这家公司视为“事实上的封闭式公司”。有些人甚至认为这家公司是最封闭的上市公司之一。本杰明摩尔公司有员工持股计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

划，这有助于公司管理层保持对公司的控制权。没有市场分析师追踪该公司的股票。

2000 年 11 月 8 日，本杰明摩尔公司股票的收盘价为 25 美元。巴菲特估计其每股的价格为 37.82 美元，市盈率为 13 倍，市售率为 1.28 倍，比市场价溢价 51%——与平均溢价相比，这是非常高的溢价。平均溢价每年都有变化，不同行业的溢价也有所不同，但平均值在 30%~40% 之间。如果假设利润下滑是暂时的，那么股价的倍数就不是特别高。

正式的投标报价公布了。多数小股东同意出售他们的股份，这也是在意料之中的事。股价在前几年一直在下跌，所提出的溢价按相对价值来计算的话非常高。巴菲特在公布投标报价之前已经与几位大股东达成了协议。2000 年 11 月 8 日新闻报道中说，18% 的股东都同意出售他们的股份。对于尚未决定的股东来说，这一定是有说服力的论据。有传言说巴菲特在周五深夜将他的报价告诉了大股东们，周一早上就得到了他们的同意。如果传言属实，那巴菲特的目的可能是为股东寻求投资银行的建议制造困难。因为在周末这个时间段想要得到相关专家的建议是非常困难的。另外，如果交易失败，巴菲特也要求获得 2 500 万美元的终止协议补偿金。最后，这笔收购画上了圆满的句号。

佳斯迈威：周期下降的交易

不要担心，我们的支票会结算的。

沃伦·巴菲特

2000 年 12 月，在与本杰明摩尔的交易结束仅几周后，巴菲特收购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了佳斯迈威公司。这家公司专门制造绝缘材料和屋顶，并开发工程解决方案。巴菲特以独特的收购技巧又一次走在了前沿。当他收购本杰明摩尔时，巴菲特实际是在收购内部结构近似于私人公司的上市公司，尽管形式上它还是上市公司。佳斯迈威公司的情况也与之类似——虽然是上市公司，但 76% 的股份属于一个法人实体——迈威人身伤害和解信托（Manville Personal Injury Settlement Trust）。

1998 年，联邦破产法庭创立了该信托，为公司走出破产法第 11 章中的破产提供了途径。1982 年，当佳斯迈威公司显然在顾客起诉公司伤害了他们的诉讼案件之后而无法存活下去时，公司就申请了破产。公司曾在保温材料中使用了石棉。20 世纪 80 年代，人们发现石棉对人体的危害很大，这绝不是一件小事。与石棉接触可能导致癌症，严重者甚至死亡。诉讼要求的赔偿金额超过了 1 000 亿美元，而公司的净资产只有 10 亿美元。破产后重生的公司免除了之前诉讼的赔偿责任。所有的索赔被提交给该信托。信托由迈威建立，资金来源于现金、保险偿付、股票贡献、利润共享、投资收入和两只面值 18 亿美元的债券。1992 年以后，只要支付受害人的补偿金，迈威就会将 20% 的盈利支付给该信托。该信托会将收入支付给索赔人。12 年来，该信托已经总共支付了 21.6 亿美元的赔偿金。截至 1999 年，该信托已逐渐积累了该公司 76% 的股份，而剩余的股份在交易所上市。同年，信托的管理层决定卖掉公司的股份来加快赔偿金的偿还速度。

2000 年，有一个包括贝尔斯登公司、希克斯、缪斯、泰特 & 弗斯特有限责任公司（现在叫 HM 资本伙伴）在内的投资财团有意出价。虽然贝尔斯登公司现在已不存在，但在当时是最大的证券经纪商之一。希克斯公司是杠杆收购专家。当时，这个财团出价 28.5 亿美元或每股 15.63

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元的价格收购佳斯迈威。这个出价意味着在每股 12.30 美元的市价上有 27% 的溢价。该财团计划通过借款为交易提供大部分资金。权益资本将达到 5 亿美元，其中 1.5 亿美元由贝尔斯登公司提供，剩余的部分由希克斯公司提供。23.5 亿美元的债务融资通过 17.5 亿美元的优先债务和 6 亿美元的垃圾债务筹集。该信托接受了报价。

但到了 10 月，该财团收回了最初报价，因为无法为这个项目募集资金。由于美国经济减速和建筑行业低迷的市场行情，佳斯迈威在第二和第三季度中遇到了困难，其财务状况比预想的要差，股价也下跌得非常严重——仅为每股 8 美元。银行拒绝提供贷款来为交易补充资金，因为佳斯迈威的两个直接竞争对手【欧文斯科宁（Owens Corning）和阿姆斯壮世界工业公司（Armstrong World Industries）】相继破产了。欧文斯科宁公司在 2000 年 10 月初宣布破产。阿姆斯壮世界工业公司稍晚一点，但到了 10 月，该公司也濒临破产，市场也了解这些情况。这些困难是因为石棉的相关诉讼而产生的。佳斯迈威在这方面的情况要稍好一些，因为破产程度的结果，该公司不需要处理这些索赔。所有的偿付责任由信托承担。

于是，该财团不得不把最初的报价降低至 19.2 亿美元。出售股份的股东们将会收到现金和有担保股息的优先股。这个出价并没有让佳斯迈威公司感到满意。12 月 8 日，双方发布了谈判暂停的消息。

当潜在出售失败后，该信托要求佳斯迈威公司派发总计 1.5 亿美元的年度股息。这使佳斯迈威的未来陷入了不确定性。当谈起该信托时，CEO 的语气并不友好。在他看来，该信托能为公司未来做的唯一实质性贡献就是炒掉 CEO。

在那之后，巴菲特参与了进来。从收购金额来看，他的出价只增加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了一点——19.6 亿美元或每股 13 美元——但全部现金支付。在与佳斯迈威管理层谈判时，巴菲特说："不要担心，我们的支票是会结算的。"他也许指的是早期竞标的财团所遇到的财务困难。12 月 20 日，公司接受了巴菲特的出价，并发布了正式公告。

最后，巴菲特以高出其股票市场价格仅仅 21% 的价格买下了这家公司。这个价格对于收购上市公司来说相对不高。该公司在被收购时的市销率为 0.87 倍，企业价值与销售额之比为 0.75 倍（公司负债 3 亿美元），市盈率 9.75 倍。这个价格并不算高。即使那些经常怀疑巴菲特收购的分析师也称这次收购的价格非常合理。

在交易尚未结束时，佳斯迈威的净亏损结转为 15 亿美元。公司的买家可以为了税收目的用未来利润冲抵这些亏损。像伯克希尔这种规模的公司在一年内就可以将这些亏损全部冲抵。因为伯克希尔公司在 2000 年的净利润总计 33 亿美元。15 亿美元的账面亏损使收购价格减少了 6 亿美元（那年利润的税率为 40%）或每股 3 美元，节省的税款使巴菲特实际上以 70% 的价格收购了这家公司。这是财务协同效应的一个经典例子，正如我们讨论过的那样，巴菲特并不寻找运营中的协同效应，但是他不反对财务协同。

如果佳斯迈威公司接受了更高的报价，那么它必须支付伯克希尔公司 4 400 万美元的违约金。这笔收购与对斯科特－费策尔、本杰明摩尔和鲜果布衣的收购一样，巴菲特在最后的时候才加入——等到其他收购者放弃收购或宣布他们的最高出价时。像往常一样，巴菲特全部用现金支付。

为什么这些公司都是以如此不高的价格被出售呢？斯科特－费策尔这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种类型的综合性公司没有合适的战略买家。鲜果布衣公司因为有基本面问题而发生了亏损，需要有人帮助他们走出危机。本杰明摩尔公司不像斯科特－费策尔那样多元化，也没有那么多问题，并以较高倍率的股票价格被收购。那佳斯迈威公司又有什么不同呢？巴菲特成功地利用了行业萧条这一因素。佳斯迈威公司经历过 1988 年的破产，是最早的石棉相关产业破产案例之一。2000 年，24 家公司以同样的理由申请破产。这 24 家公司最终都被信托控制。因为目的不同，这些信托不能收购其他公司。萧条的市场环境、石棉的相关诉讼使没有破产的公司的股价都受到了很大影响。行业环境萧条，以至于没有公司想进行收购，也没有一位战略收购者愿意支付高额的收购费。所有公司首先关心的是自己的生存。由于全行业财务状况都不容乐观，财务投资者没有能力募集资金。这样萧条的市场环境为巴菲特的收购提供了有利机会。他说："如果你想要猎捕那种罕见且移动迅速的大象，那么你的枪就要随时上好膛，为猎捕做好准备。"上膛的枪开火了。

不久之后，佳斯迈威公司的管理层承认他们已经得知巴菲特有意收购公司。约翰·卡明（John Cumming）时任佳斯迈威的公共关系主管，他注意到有人在收购大量股份。在对这件事进行了调查之后，卡明明白了谁可能是买家，并告诉了公司 CEO 杰瑞·亨利（Jerry Henry），于是亨利决定给巴菲特打个电话，尽管他不确定巴菲特是否会与他通话。巴菲特在电话中承认他确实收购了佳斯迈威的股份。当亨利询问巴菲特的收购目的时，巴菲特笑着说如果财团的收购失败了，他会考虑出价收购公司。

没过多久，当杠杆收购的交易确实失败后，该信托要求佳斯迈威公司支付 1.5 亿美元的股息。与此同时，巴菲特一直在购买该公司股份。亨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利再一次打电话给巴菲特，巴菲特笑着说："是的，我要收购你的公司。"亨利告诉了巴菲特信托关于股息的计划。巴菲特回答说："嘿，你不能让那样的事情发生。"在巴菲特报价之前，亨利就做好了接受巴菲特报价的准备。他说服了董事会撤回股息要求，并考虑巴菲特的收购计划。卡明轻而易举地找出了这个一直在收购股份的人，这是一个幸运的巧合，还是巴菲特放出了消息？为什么他承认他想收购公司？这会对财团出价的失败产生影响吗？

★★★

巴菲特只有在其他买家亮出底牌后才会加入收购。其他买家的出价要么令人不满意，要么得不到财务上的支持。巴菲特行动迅速，全部用现金支付，而且是立即支付。此外，他还要求有中止协议补偿金。这都是巴菲特的收购策略。如同在公园中散步一样简单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章

The Warren Buffett Philosophy of Investment: How a Combination of Value Investing and Smart Acquisitions Drives Extraordinary Success

投资理论之外

我的父亲有强大的朋友，他的关系网几乎能让他联系到任何人。

彼得·巴菲特

出众的能力

巴菲特是这个国家最高明的投资人。

约翰·卢米斯

巴菲特在投资方面的天赋在他六七岁时就开始展露出来，他对投资非常感兴趣。大概在那个时候，他读了第一本关于金融市场的书——《债券推销术》(*Bond Salesmanship*)。当年他曾恳求圣诞老人送他这本书作为圣诞礼物。2000 年，巴菲特反思说自己一直后悔没有更早地把注意力放在投资上。这显然是一种十分具有巴菲特风格的说法。他在 8 岁时就读完了父亲放在家中的所有有关证券市场的书。10 岁的时候，他就读完了奥马哈公共图书馆里所有书名带有“金融”一词的书，甚至有的书还读了两遍。11 岁时，巴菲特买下了第一本属于自己的有关投资的书。1940

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年当巴菲特 10 岁时，他的父亲带他去纽约游玩，他对父亲说他有三个地方想去看：斯科特邮币公司（Scott Stamp and Coin Company）、莱昂内尔火车公司（Lionel Train Company）和纽约证券交易所。斯科特邮币公司出版邮票和硬币的目录册[①]，而莱昂内尔公司则制造玩具火车。巴菲特想要一套火车玩具，但是他的父亲拒绝了他的请求。不过，巴菲特后来自己收购了一条铁路——伯林顿北方圣菲铁路。巴菲特在一次采访中开玩笑说："这一切都是因为我的父亲在我小时候时没给我买那个火车玩具的缘故。"在此次收购发生的 2009 年，他在给股东的信中告诉他们要坐火车来。

巴菲特在他读书时就做出了自己人生的第一笔投资。11 岁的时候，他以每股 38 美元的价格买入了 3 股城市服务（Cities Service）的优先股。股价一度跌至 27 美元，不过巴菲特熬过了这段低价期，以每股 40 美元的价格将自己的股份卖出，赚了 6 美元（也可能一分没赚到，如果算上交易成本有可能还亏了），而股价却继续上涨，最终达到了每股 200 美元。1945 年，在巴菲特 15 岁时，他攒够了钱，以 1 200 美元的价格在内布拉斯加州买下了大约243英亩[②]未开垦的农场。他把农场租给了当地的农民，后来他又把这块地卖掉，赚了一笔相当可观的利润。巴菲特对投资的兴趣完全没有随年龄的增加而减少。在哥伦比亚大学上戴维·多德的金融入门课时，巴菲特发现他对这本书的熟悉程度比多德还要深。他可以随意引用这本 800 页厚的书中的任何一句话，而且对其中所有的案例都了如指掌。

巴菲特可以说有着传奇般的智慧。大家常说他是人群中最聪明的一

① 在后来的某个时候，巴菲特投资了邮票，并努力在某个邮票上垄断市场。这个故事可以参看施罗德于 2008 年出版的著作的 22 章。

② 1 英亩约为 0.004 平方公里、6.07 市亩。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个。用里奇·圣图利的话说就是，虽然他一辈子都被投资银行家围绕，却一口断定巴菲特是他见过最智慧的人。要不是巴菲特当时已经四五十岁，圣图利肯定会用自己所能借来的所有钱多买一点伯克希尔公司的股票。查理·芒格虽然与他在哈佛大学法学院千人班中的那些尖子生同学都很熟络，却感觉没人比巴菲特更有能力。约翰·卢米斯（John Loomis）是卡罗尔·卢米斯（Carol Loomis）[①]的丈夫，20世纪60年代，当他见了巴菲特第一面就对他的妻子说："我觉得我遇到了全国最聪明的人。"巴菲特还被称作数字方面的天才。

与巴菲特很熟的人都会认为他具有快速并深入分析信息的能力，同时还通晓商业世界的规则。无数的证据都佐证了他有着丰富的学识。戴维·斯特拉斯勒（David Strassler）是巴菲特合伙企业（Buffett Partnership）的一位早期投资者，他讲述了自己与巴菲特初次见面的故事。斯特拉斯勒本以为会是一个经验丰富、学识广博的纽约人与一个乡巴佬的见面。结果，巴菲特问起了关于斯特拉斯勒家族拥有的一家公司，这完全出乎他的意料，他这才意识到巴菲特竟比他还要熟悉这家公司。事实上，巴菲特连其资产负债表都知道得一清二楚——只有2%的公司股份在市面上自由流通。这次见面发生在20世纪60年代中期。

约翰·福尔林斯（John Forlines）是一家小型银行——格朗尼特银行（Bank of Granite）——的董事长。在谈及1996年与巴菲特的交流时，他也给出了十分相似的描述。见面前，福尔林斯与巴菲特通过信件进行了几次交流。见面时，巴菲特说道："我刚刚读过了你的报告。"然后，他便开始从1996年第一季度的报告中不断引用数据。福尔林斯描述他当时

① 她是一名记者，是巴菲特的朋友。她编辑了巴菲特写给股东的信，还写了一些关于巴菲特的文章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的感受说："他说得很对。我十分惊讶。至少我感到完全被他折服了。"

一位华尔街经纪人与巴菲特十分熟识，他曾经向巴菲特咨询过有趣的投资想法。他讲述了这样一个故事：有一次，他告诉巴菲特有一只水泥股比其账面价值要便宜，可巴菲特却答复说，在他看来，这个账面价值是有问题的，而且建议他去确认一下这家水泥厂过去几年的销售情况。约翰·伯恩（John Byrne）是一位保险行业专家，他是巴菲特的好友，巴菲特称他为"保险业的贝比·鲁斯（Babe Ruth）"。他发现巴菲特总能在年报中找到一些十分重要但自己却完全忘记或者没注意到的细节。

贝尔斯登公司的一位银行家曾将一位打算出售天然气公司的客户带到了奥马哈与巴菲特见面。见面持续了 3 个小时。前半个小时，巴菲特一直在倾听和问问题。在与这位客户见面前，巴菲特已经得到了一些资料。巴菲特显然是有备而来的，他对手头的数据有着清晰的了解。客户一边提供新信息，他一边迅速重新计算。会谈结束时，巴菲特就根据已有的信息开出了价格。这让这位银行家瞠目结舌——他从没见过哪位专家能依据一次谈话就给出报价。

亚瑟·罗斯威尔（Arthur Rosewell）是一位在巴菲特手下工作的交易员。他还记得自己是如何对"巴菲特是最伟大的投资人"的说法坚信不疑的。在一次会谈上，有人提到了唐恩都乐公司（Dunkin' Donuts）。罗斯威尔以为自己对这家公司颇为了解，但是当巴菲特发话时，他才意识到自己知之甚少，巴菲特把数据和图表都记在脑子里了，他特别了解唐恩都乐公司。在巴菲特看来，这家公司将资产转入房地产投资信托，并从中获利。罗斯威尔听从了巴菲特的建议，出售了他所有唐恩都乐公司的股份，并以每股 300~500 美元的价格购买了伯克希尔公司的股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特不断丰富和维护着他的知识数据库。一位曾深入研究过巴菲特管理方法的分析人士这样描述巴菲特的“五分钟决定”：当电话铃声响起时（这是一位想要出售公司的企业家打来的电话），他通常都很清楚这家公司的经济状况（他分析过所有符合他收购标准的公司）。他知道这些公司由谁掌管（他确认过公司的资本分配情况，并清楚每个人的声誉）。重要的是，在这短短的5分钟内，巴菲特就能让对方知道他是否有收购的意愿。用不了几天时间，巴菲特就能完成进一步的分析并给出报价。从本质上讲，巴菲特本人就好比一家投资公司或一个情报部门。不过，巴菲特也曾说过，曾有熟人向他推荐过他从未听说过或是之前并不感兴趣的公司。

查理·芒格

查理·芒格是我在经济景气时的资深合伙人，经济萧条时的资深合伙人。

沃伦·巴菲特

巴菲特的成功有一个很有趣的因素，正是因为它，人们很难复制他的成功经历。在他的投资生涯中，他犯的错误相对较少。他对其他投资者的经历的了解让他避免了重蹈覆辙。除了格雷厄姆和费雪之外，还有一个人在巴菲特的职业生涯中对他的成功起到了极为重要的作用。巴菲特的长子说，他父亲是他见过的第二聪明的人，而查理·芒格才是第一。巴菲特在谈及他与芒格的关系时说他俩“几乎就是连体婴儿”。他也曾承认，查理改变了他很多。而芒格是这样解释他们的关系所带来的协同效应的：“任何一个参与复杂工作的人都需要与人共事。训练自己去厘清思

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

路并且与他人协调一致是很有用的。”巴菲特和芒格的一位共同的朋友是这样描述两人之间的合作的：“沃伦把查理当作决策前的‘试金石’——如果查理想不出不做一件事的理由，那么他们就会去做。”《福布斯》杂志的一位记者这样评论他们融洽的关系：“芒格让巴菲特朴实的面孔变得更加可信。他强硬的手段让巴菲特成为了一位好好先生。”

查理·芒格是律师也是商人，他出生在内布拉斯加的一个德国移民的家庭。和沃伦一样，他也在奥马哈度过了他的童年时光。虽说这对未来的合作伙伴住得很近——巴菲特甚至还在芒格家拥有的商店里工作过——但他俩在读书期间完全没有交集。高中毕业后，芒格离开了内布拉斯加，前往密歇根大学学习数学。最终他决定换个专业，改读法律（芒格本身就来自法律世家），进入了哈佛大学法学院。毕业后，他和家人在加利福尼亚州定居，很快他就成为了当地颇受认可的律师。他与一群合作伙伴创立了自己的律师事务所：芒格、托尔与奥尔森律师事务所（Munger，Tolles & Olson LLP）。积累了一些资本之后，他便开始参与一些投资项目。

巴菲特与芒格初识于 1959 年。查理回到奥马哈参加他父亲的葬礼，当时芒格 35 岁，巴菲特 29 岁。他们之间迅速地建立起了友谊，并开始讨论各式各样的投资想法。巧合的是，他们投资了一些相同的公司，比如他俩都购买了蓝筹印花公司的股份。芒格律师事务所合伙人觉得芒格在“培养”巴菲特，而且他想成为巴菲特的合伙人。虽说巴菲特更有名气，但是芒格和巴菲特确实是平等的合伙人。

巴菲特更为公众所知的另一个原因是他在这段合伙关系中的股份大约是芒格的 14 倍（在巴菲特将自己的股份转给信托之前，巴菲特持有 42% 的股份，而芒格只有约 3% 的股份）。虽然从合作开始，他们的股份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就被设定在了不同的水平线上，但这个差异也与个人情况有关。巴菲特有 3 个孩子，而芒格抚养了 9 个——他有两段婚姻，除了自己的孩子，还有他第二任妻子之前的孩子。其中一个孩子被确认罹患白血病，芒格要负担巨大的医疗开销，因此芒格可以用于投资的资产远不如巴菲特充足。大家都发现巴菲特生活非常俭朴。当记者问巴菲特为何购买那些便宜的西装时，他回答说："我买的西装都很贵，不过穿在我身上，它们就显得便宜了。"相反，芒格参与了很多象征地位的项目。比如，20 世纪 80 年代，他开发了 Mungerville，这是一个位于圣巴巴拉的住宅项目，包含 32 套原创建筑。这些房子很难卖，买家也大多是亲朋好友。他还制造了一艘非金属双体客船，那是当时世界上最大的双体客船。巴菲特很早就开始不为别人打工。他在父亲和他的老师本杰明·格雷厄姆先生手下都没干多长时间。格雷厄姆退休之后，巴菲特接管了一批投资人的资金（格拉厄姆曾打理过这批投资人的资金），并因此有机会开展他自己的事业——巴菲特合伙企业。而芒格却做了很长一段时间的职员，尽管这段时间他一直在建立人际关系和客户基础，并且与未来的商业合作伙伴建立起了联系。

作为幕后掌权人，芒格并非仅仅协助巴菲特整理想法。巴菲特早期的不少投资，比如西科金融公司和时思糖果等，都是芒格推荐给他的。在他与巴菲特初次见面前，芒格就已经有了一批他投资过或是动过投资想法的合作伙伴了。

芒格或许也曾给巴菲特创造了不少有教育意义的经历，让巴菲特能从中汲取经验，让伯克希尔公司避免了犯这些错误。巴菲特是抵制过度投资"新经济"诱惑的少数投资人之一，这很有可能与他参考了芒格在科技产业的投资经历有关。20 世纪 50 年代，芒格曾买下了加州一家为军

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用火箭制作特制变压器的小公司，而这家公司也买下了一家生产阴极射线记录式示波器的生产商。但模拟示波器技术很快就被磁带技术所取代而过时了。所幸加州的这家公司在技术被淘汰之前就从这次收购中撤出了。技术发展速度如此迅速，即使是在20世纪50年代。于是芒格决定未来不再投资技术领域了，他说："我再也没搞过高科技了。尝试了一次就发现了无数问题。我就像是马克•吐温的猫——吃过一次亏后，不管是热炉子还是冷炉子，我都不敢坐了。"

芒格的生活经历在很多其他情况下也起了一定的作用。在与巴菲特相识前，芒格曾在万国联合收割机公司（International Harvester）担任董事会成员。这家公司专门生产卡车和农业机械。在董事会任职期间，芒格直接体验到了当公司基础天生不足时，想要带领公司走向成功是多么具有挑战性。另一方面，芒格也得以有机会观察到《洛杉矶时报》（*Los Angeles Times*）的繁荣发展。芒格的一位法律客户曾在这家报社担任高管，后来他成为了芒格发展项目的合作伙伴。

可以说，芒格对于巴菲特最重要的影响就是他教会了巴菲特要把钱花在经济基础牢固的公司上。在与芒格认识之前，巴菲特主要遵从格雷厄姆的建议，去寻找那些价值被低估的公司，或者用格雷厄姆的话说就是那些交易价格比资产的资产负债表的价值要低的公司，然而芒格参与的第一批交易，按照原则，肯定要以更高的价格买入。比如，时思糖果就是以其资产净值3倍的价格成交的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的双重形象："金融业的阿甘"与"奥马哈的先知"

物以类聚，人以群分。

俗语

巴菲特的社交圈对他的成功起到了重要的作用。人际关系是他收集投资机会信息和调研公司形象的重要途径。巴菲特的一些交易是通过他多年来发展起来的关系网才得以进行的。例如，收购 FlightSatety International 安国际公司的想法是由理查德·舍采尔（Richard Sercer）提出的。他既是伯克希尔公司的股东，也是 FlightSatety International 的股东。舍采尔本人并不认识巴菲特，但是他通过两人共同的一位朋友联系到了巴菲特。中美能源股份公司拥有爱荷华州的电力和天然气分配网络。沃尔特·斯科特（Walter Scott）向巴菲特提出了收购这家公司的想法，他在中美能源拥有大量股份，同时也是伯克希尔公司的董事会成员。买下克莱顿房屋公司的主意是一群商学院学生提出的，他们的教授带着他们与巴菲特见面。查理·芒格发现，巴菲特在借用熟人的帮助时，大部分时候都不是为了寻找新交易，而是在获得了线索去调查公司的发展前景。至于证券投资，巴菲特更倾向于自己拿主意。他也曾要求他的经纪人不要用"热门秘诀"打扰他（虽说经纪人的想法会因为各种原因让他觉得无趣）。

多数畅销书在描写巴菲特的投资策略时往往都忽视了他人际关系的重要性。例如，《新巴菲特法则》的作者玛丽·巴菲特（Mary Buffett）和大卫·克拉克（David Clark）会邀请投资者做类似"巴菲特会这样做"的作业，去尽可能地了解他想要收购其股份的公司情况。如果那是一家生产消费品的公司，那他们就会建议投资者前往出售该商品的商店与销售

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人员交流。这当然是很合理的建议。很多关于巴菲特的趣闻都是介绍他是如何做调研的：在他投资美国运通公司之前，他曾坐在奥马哈他最喜欢的牛排餐厅——罗斯餐厅——的收银柜台旁，花了大量时间来计算使用美国运通卡的顾客的比例。他通过统计售货机旁扔下的瓶盖来了解不同的软饮料的受欢迎程度。他还曾观察过铁路车辆的数量，以跟踪油料添加剂的运输。不过，巴菲特可用的信息源与一般投资人的完全不同。

要阐释巴菲特和散户投资人在可用信息的质量上的差异，就好比商店售货员和巴菲特的密友比尔·盖茨对同一个问题给出的不同回答。假设这个问题与柯达公司的前景有关。1991 年，巴菲特在与盖茨第一次见面时问了盖茨这个问题。盖茨说柯达必死无疑。有多少人当时能想到这一点？连柯达自己或许都没能想到，互联网和数字技术会将传统相机和胶片行业摧毁。1991 年，柯达的成交价是每股 40 美元，而 1996 年柯达的股价就达到了每股 80 美元的峰值。

对于盖茨提出的类似问题，巴菲特给出了相似的答案。还是在那次会面中，盖茨问到报业的未来如何，巴菲特认为报业因为其他媒体形式已经变得越来越糟糕 。

巴菲特都与什么人交流呢？投资人、大公司的 CEO 还有政治领袖。在与《华盛顿邮报》的前老板兼主编凯瑟琳·格雷厄姆成为朋友之后，巴菲特的人际圈发生了巨大的改变。凯瑟琳的丈夫菲尔·格雷厄姆在 1946 年至 1967 年间管理着《华盛顿邮报》，同时也是约翰·肯尼迪和林登·约翰逊两位总统的顾问。有传言称菲尔与林登的交情极深，甚至交换过情人。凯瑟琳的社交圈中有杰奎琳·肯尼迪、理查德·尼克松、林登·约翰逊、撒切尔夫人、亨利·基辛格、英迪拉·甘地、威尔士亲王、罗纳德·里根、乔治·布什和比尔·克林顿等人。当她邀请巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来她家参加晚宴时，她喜欢把巴菲特安排在她与一位上面提到的要人之间。巴菲特的熟人则包括《花花公子》（*Playboy*）的 CEO 克里斯蒂·海夫纳（Christie Hefner）、戴尔公司的创始人迈克尔·戴尔和著名设计师黛安·冯芙丝汀宝（Diane von Furstenberg）等。巴菲特曾为南希·里根提供投资建议。盖蒂家族也曾采纳他的意见，特别是在 1984 年德士古公司（Texaco）和盖蒂石油公司（Getty Oil）合并的决定上。通用电气公司的首席执行官杰夫·伊梅尔特（Jeffrey Immelt）从传奇人物杰克·韦尔奇手中接手了通用电气，他也曾向巴菲特寻求过建议。巴菲特也曾就经济政策为巴拉克·奥巴马和希拉里·克林顿提供建议。

巴菲特是苜宿草俱乐部（Alfalfa Club）的成员。该俱乐部约有 200 名成员，每年召开一次年会。这个有着百年历史的俱乐部的成员囊括了政客、高级军官、企业高管和政府官员。1997 年，比尔·克林顿邀请俱乐部成员参加晚宴。参加晚宴的人员有当时的参谋长联席会议主席科林·鲍威尔、最高法院首席大法官威廉·伦奎斯特（William Rehnquist）、迪士尼公司的首席执行官迈克尔·艾斯纳以及美国电影协会负责人杰克·瓦伦蒂（Jack Valenti）。

巴菲特本人也建立了一个高端俱乐部，这个俱乐部是基于《聪明的投资者》的作者本杰明·格雷厄姆的社交圈形成的。巴菲特和芒格为他们认识的商人们建立了这个俱乐部。格雷厄姆去世后，俱乐部仍在运营。这家俱乐部的成员非常少——大约只有 12 人，一年只见两次面。就是在这样的会面中，波仙珠宝的主人展示了他的珠宝。会面时，俱乐部的一位成员还会组织比如环游阿拉斯加之类的有趣旅行。这个“文化项目”会涉及诸如全球地缘政治威胁等各类话题，有时也会涉及一些私人话题。在某次会面中，每位成员都谈论了自己人生中最失败的一件事；另一次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会面的话题则是对个人性格影响最大的因素或人。投资也是话题之一。还有一次会面分析了20世纪50年至90年代间各个年代中最有价值的十家企业以及这份名单背后的变化。除了俱乐部，巴菲特还成立了慈善高尔夫联赛——the Omaha Classic，参与者只是一小群CEO，他们都是巴菲特的朋友，也有一些名人参与，这些名人不少都是NetJets的客户。

巴菲特在媒体界的人际关系网络也不断扩大。前面我们已经讨论过他与伯克希尔旗下报刊的员工的关系。卡罗尔·卢米斯曾是《财富》杂志的特约编辑。巴菲特与凯瑟琳的儿子唐纳德也是好友。史蒂夫·福布斯（Steve Forbes）是福布斯出版家族的继承人，他曾两度竞逐共和党总统候选人提名，他说巴菲特与自己的父亲是好朋友。托马斯·温希普（Thomas Winship）原来是《波士顿环球报》（*Boston Globe*）的编辑，他称巴菲特为“朋友的伟大收藏家”。

就像珍妮特·洛尔（Janet Lowe）在其所著的芒格传记中所观察到的，查理·芒格也发展了自己独特的关系网。卡拉·希尔斯（Carla Hills）曾在尼克松及福特政府担任美国助理司法部长以及美国住房和城市发展部部长，她曾在芒格的律师事务所工作。卡拉的丈夫罗德里克·希尔斯（Roderick Hills）是芒格律师事务所的创始人之一，他曾在福特时期担任美国证券交易委员会主席。

20世纪70年代，巴菲特曾认真地考虑过是否参与总统竞选，但后来他放弃了这个想法。他认为，对于这场“嘉年华考验”来说，自己过于内向，脸皮又太薄。主张自由和民主的巴菲特在竞选中积极支持民主党候选人。他与许多政客十分熟络，这些政客既有在联邦政府任职的，也有在州政府任职的。也有人提到巴菲特在克林顿政府时期曾考虑过担任财政部长一职。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一位巴菲特传记作者是这样描述巴菲特的社交网络的：

20 世纪 80 代末，巴菲特就已经与各层级的名流建立了联系。他不断参加各类董事会会议、体育赛事、聚会，去接触各类名人政要。他在顶尖的 CEO 精英圈子中扮演着桥梁的角色。当有人问他他会给总统什么建议时，他会提到他最近才和总统一起用过晚餐。

伯克希尔哈撒韦公司的财务主管说，他绝没想到巴菲特会享受曝光和引人注目的感觉。成为精英圈子中的一员已经成为了他的第二天性。1993 年，一位记者提到巴菲特曾拒绝了比尔·克林顿的晚宴邀请。

巴菲特的 40 岁生日是在奥马哈的高尔夫俱乐部中庆祝的。那时，他在纽约还不那么出名。十年过去了，当名人政客已经成为他生活的一部分之后，他的 50 岁生日是在纽约大都会俱乐部——美国经济中心赫赫有名的俱乐部中庆祝的。不过与此同时，巴菲特还是保留了那种朴素的普通人的形象和内核。罗文斯坦说："巴菲特喜欢把自己描述成暂时挤入上层社会的旅行者。"

普通人的形象最终不仅仅在商界，也在政治圈子内帮助了巴菲特。在巴菲特保护所罗门兄弟公司使其免于清算的威胁时，这种形象非常有效。罗杰·罗文斯坦说，自迈克尔·刘易斯的《说谎者的扑克牌》一书上市，所罗门公司的名声就不断变坏，监管机构和国会议员都对这家银行持强硬态度，让它成为了一个反面教材。巴菲特在危机期间担任了所罗门董事长一职，他需要在调查该银行违法行为的国会委员会面前作证。显然，巴菲特是在听证会上代表该银行的最佳人选：其一，他是该银行的被动投资人，与丑闻没有关系；其二，巴菲特完全没有会让政客反感的缺点。罗杰·罗文斯坦这样描述了听证会当时的情形：巴菲特谦逊而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和善，他说自己也是议员的儿子，开玩笑说自己陷入了可怕的境地。他和一些政客的友好关系起到了很大作用。更重要的是，他不是小政府主义者，而且这一点广为人知。听证会委员十分谨慎，不愿用激进的手段对待像巴菲特这样受欢迎的人物。人们认为巴菲特并非华尔街的一员，他们普遍认为奥马哈仍是个乡下小镇。

其他在听证会上发言的人也给予了巴菲特正面评价。一位来自奥马哈的议员说巴菲特是典型的生长在中西部的人……他一直住在奥马哈安静的林荫道旁边。可以说，正是巴菲特的名声和形象以及他在听证会上的发言拯救了这家银行。当然，巴菲特也意识到了自己的形象和沟通方式的重要性。在他接任所罗门银行董事长后的第一次记者招待会上，他说的第一句话就是："我会试图从一个完全没接触过律师的人的角度来回答你们的问题。"巴菲特用一句话就赢得了记者们的认同。1995 年，《名利场》杂志（*Vanity Fair*）称巴菲特是金融业的阿甘，说不定他本人会很喜欢这个称呼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

/ 结　语 /

20 世纪 50 年代，巴菲特作为格雷厄姆的正统追随者开始了他的事业。当时格雷厄姆的投资体系效果比较好，可能以显著优势跑赢市场。当巴菲特开始投资时，市场已经最终从 1929 年至 1932 年的经济危机中复苏了，并且开始逐渐增长。下一次严重的市场下跌发生在遥远的 1973 年至 1974 年。巴菲特事业的开端和长期的牛市恰好同步。

在这些年间，一大批投资者取得了优异的成绩。但是，是什么原因使得巴菲特把他的竞争者们远远地抛在了后面？

第一个原因是关于组织方式。其他管理者继续经营那些架构为共同基金的投资基金，而巴菲特清算了他的基金并建立了股份公司来作为他的投资工具。共同基金经理的行动范围会比综合性公司的控股股东受到更多的限制。共同基金的经理常常受到参与者的支配，如果参与者想要回他们的资金，经理不得不出售他的投资。他经常无法利用金融市场的周期性恐慌的机会以低价购买好的公司。巴菲特在这方面就没有受到限制，他建立的体系能够在长时期取得更好的回报。我们讨论过的一项研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究说伯克希尔公司的回报率处于首位，这是经过投资组合的风险水平调整的，也是与1976年至2011年存在的共同基金相比较的，但是其在同期存在的公司中只排在第88位。我认为，这些统计数据可能显示出如果投资工具是公司而不是基金的话，那么相对更容易获得好的投资成果。

巴菲特将投资工具建构成了股份公司，使他将保险业务作为整个大厦的基石。如我们在第6章中所进行的讨论，保险业，特别是超巨灾保险，是募集长期资本的一种方法。这家公司灵活的组织形式可以帮助他以非常低的价格募集到资本。在1976年至2011年间，巴菲特以保费形式的“借款”成本平均为2.2%，这比短期国债的回报低3个百分点，比十年期债券低4.8个百分点。此外，这样的估算可能夸大了资本成本，因为资本成本为负的年份的比例达到了60%，在这些年中，为了计算资本成本，人们将其设为了零。巴菲特发现公司的偿付责任比财会条例规定的要少很多。实际上，伯克希尔公司内部还隐藏着另一只基金，这只基金的回报对伯克希尔的所有股东有益，而不是对该内部结构的“股东”有益。

到了20世纪80年代，金融界已经发生了变化。大量散户投资者已经进入市场，并促使股市上涨。投资基金、共同基金和其他市场参与者的数量急剧增加，环境变得更加具有竞争性。那时，作为一名忠于管理者的投资人，巴菲特已经广为人知。他毕生都在守护着这个名誉。当然，很难说这个定位是否从一开始就是有意的计划。20世纪60年代，在收购伯克希尔公司的时，他对某些管理者是有敌意的。然而，自从购买了伯克希尔以后，巴菲特对那些出售公司并留下来继续做管理者的人一直很友善。

巴菲特的形象和名誉受益于他与美国知名商业出版物的管理者和拥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有者的关系。对于他们中的一些人来说，他是友好的股东；对于另外一些人来说，他是拥有者或者编辑的朋友。有趣的是，也许唯一一篇公开反对巴菲特的文章是 2002 年《金融时报》(*Financial Times*) 所发表的，他在文中被称为“当地的守财奴”。

巴菲特待人友好，经常有人向巴菲特提出一些利润丰厚的交易。而且，巴菲特是代表一家公司在行动，而不是一只共同基金。所以，他的处境让人们相信，无论在任何情况下，他都不会出售他的股份。共同基金由于它的机构组织是不能够作出这种承诺的。与此相关的一件很重要的事就是公司与基金不仅有不同的组织架构，而且巴菲特是公司的控股股东。否则，他承诺的能够提供的东西时就会受到限制。

第二个原因是巴菲特秉承了友好的态度。他收购少数股权从来不是为了购买整个公司而伪装成木马。他是一位友好的投资人，而且还有着良好的声誉，因为他许诺对他投资的公司会有特殊的待遇，这种独特的结合使他收购了大量有价值的少数股权，其中很多为抵御不友好的收购做出了贡献。巴菲特强调，伯克希尔公司对上市公司 CEO 的影响好比没牙的老虎。

除了钱以外，伯克希尔的所有东西都是分散管理的，这种独特的公司文化吸引了大量想要出售企业的私人业主。查理・芒格说伯克希尔公司建立了声誉优势——“帮你抄近路”。他认为，与佳斯迈威的交易就很好地说明了这一点。

为什么这种文化至始至终是伯克希尔公司所独有的？为什么没有竞争者进入同样的利基市场？为什么没有人借用和复制这一模式？巴菲特为其中一些问题给出了答案。他发现他之所以能够建立这样的生态系统，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是因为他在年轻时就开始了投资生涯，并且不必在65岁时退休。他有时间发展这个利基市场和公司。很多CEO继承了难以重新塑造的企业文化，他们往往没有足够的时间跨度实现他们想要的变革。往往他们继承的企业太大，即使CEO们非常有能力也很难改变现状。了解到这一点，无疑是巴菲特的一项重大的管理发现。

另一个帮助巴菲特以有利可图的价格进入交易并节省资源的因素是伯克希尔公司强大的财务地位：首先，巴菲特能够以现金支付100%的购买价格；其次，卖方得到了巴菲特的保证，只要他出价，交易就会完全按照出价的条款进行。巴菲特没有改变承诺条件的习惯，而且因为他有资金来源，他没有必要在公开市场募集资金，所以没有什么可以迫使他改变承诺条件。那些因为税务考虑想出售公司来换取股票的人发现伯克希尔公司的股票非常理想——集团公司的业务稳定又可靠，而且股票的流动性非常强。

伯克希尔公司的这两个特点——独特的文化和财务实力——为其提供了强大的竞争优势。2002年，巴菲特承认他吸引了两类买家：一类买家想让他们的公司变成像伯克希尔一样的公司，而另一类买家只想要现金，并且要快。他说："伯克希尔是在一个周末就可以凑齐现金的买家。"2006年，巴菲特说伯克希尔已经变成了首选买家，最终伯克希尔将变成世界知名买家。

巴菲特的卓越智慧不仅体现在他的投资技术和数量上，还体现在他不断成功地应用"正确"的理论，即便人人都熟知这个理论。这个理论说投资那些有稳定竞争优势的公司会获得最多的利润。要么公司有品牌，可以将产品价格定得高于其他没有品牌的产品，要么在成本上有竞争优势。巴菲特把他自己做成了这样一个品牌：即使他不出最高价格，很多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人也坚持与他交易。此外，巴菲特在收购方面的竞争力不仅来自于价格立场。其他买家竭力比他出更高的价格，但是他们投入的资本却得不到高回报，因为他们购买公司时花费更高。总之，巴菲特的目标是购买有竞争优势的公司，但是作为买家，他与其他买家有着同样的竞争优势。他是他利基市场中唯一广为人知的投资人，所以他入主一家公司的成本相对适中。巴菲特的名字就是一个品牌。

巴菲特了解他的名声所起的作用。当有人请他担任所罗门兄弟公司的董事长以及后来在监管者面前为该银行辩护时，巴菲特谈到了他想怎样经营该银行：如果公司亏损，他可以理解，但是如果公司的声誉受损，他则会变得冷酷无情。在写给伯克希尔子公司管理者们的一封信中，巴菲特写了管理者们必须遵守的共同原则："我们可以亏钱——即使是很多钱。但是我们不可以失去声誉——即使是一点点。原因是在包括收购的很多领域，伯克希尔公司的业绩受益于声誉，我们不想以任何方式做出可能有损声誉的任何事情。"

巴菲特是否从一开始就打算制定属于自己的品牌策略？也许是。不断重申他的原则可能就是一种策略。巴菲特不断宣传他的投资理论原则，并且从没有忘记强调他与格雷厄姆的主要分歧是自己不寻找那些低估值公司。确实，世界已经变了，格雷厄姆的策略可能已经过时了。此外，巴菲特宣传自己与格雷厄姆的方法的不同之处的重要性可能还有别的原因。他公开声明自己少付钱的目的是为了回避那些想出售公司的企业主。巴菲特实际上有一家商人精英俱乐部，俱乐部会员们把自己的公司卖给了他。成为这个俱乐部的一员是非常荣耀的。苏珊·杰克（Susan Jack）在波仙珠宝的前主人去世后成为了 CEO，她说当巴菲特选择了她供职的公司时，她感觉非常荣耀。作为伯克希尔公司的一分子，她感到很骄傲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更为荣耀的是，作为该俱乐部的一员，她感觉自己没有被视为伯克希尔公司创造超额利润、扩张帝国和实现想法的工具，而是作为一个人加入了一次对自己有利的金融交易。巴菲特经常会加入在他的收购中谁是胜者谁是失败者的辩论。当 RC Willey 的前主人比尔·蔡德想在爱达荷州创立一家家具店时，他对这个新店能否成功没有信心，因为他不想在星期天营业。他向巴菲特建议，他会用自己的资金开这家店，如果这家店最后成功了，那么他会以成本价卖给伯克希尔公司。商店建好了，并且成功了，于是转售给了伯克希尔公司。后来蔡德要求在拉斯维加斯再用这种方法开另一家商店，巴菲特的回应是："不。我只利用一个人一次。"

媒体一直在讨论伯克希尔公司的回报减少的可能性，巴菲特也预测回报可能会减少。究竟要归咎于什么因素呢？也许，考虑到巴菲特的年龄，在可预见的将来他会退休，这使得他很难推销他"为正确的公司提供正确的家"这个理念，他也很难推销他保证不干预那些他购买了少数股权的公司的业务的理念。未来将显示是市场将伯克希尔的企业文化和巴菲特个人联系在一起，还是市场认为巴菲特文化已经足够坚实地被移植了，后来的 CEO 们会遵守它。伯克希尔公司的文化将会抵御改变吗？改变的尝试会实现吗？将来当巴菲特不掌握帅印时，把公司出售给伯克希尔还是一种荣耀吗？伯克希尔公司的品牌与巴菲特的品牌是如何相互联系并且相互转换的？巴菲特的影响还将持续多少年？如果巴菲特的影响在其退休后仍会持续，那他会不仅以一位最伟大的管理者，而且还以唯一一位在隐退后很多年才真正退休的管理者的身份结束自己的投资生涯吗？让我们拭目以待！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

/ 译者后记 /

和许多听说过股神巴菲特的读者一样，我也非常好奇他通过成功的投资来创造财富的奥秘。经过长达数月耗费心力的翻译，我相信自己的译作可以为广大中国读者提供一个新的视角，去了解巴菲特独特的投资与经营哲学。

本书作者埃琳娜·奇科娃不仅是金融学教授，还是畅销书作家。她讲述了巴菲特向本杰明·格雷厄姆和菲利普·费舍尔学习投资理论，但是又采取了不同于他们的原则进行投资，他在金融市场中具有独特的眼光，对风险有深入的了解和认识，他在收购公司时采用的策略使得他广受欢迎。他的长期投资策略对中国股民尤其有启发意义。

本书共分 11 章。第 1 章介绍了巴菲特的恩师和前辈本杰明·格雷厄姆和菲利普·费雪给予他的影响，第 2 章介绍了巴菲特喜欢的公司是具有良好基本原则的公司，第 3 章介绍了巴菲特对投资对象的深入研究以及他的长期投资视野，第 4 章将巴菲特和其他投资人，比如罗伯特·莫顿、彼得·林奇做了细致的比较。从第 5 章开始，作者通过具体案例介绍了巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特对债务的使用情况、早期收购公司的经历和证券投资活动以及他对良好的公司形象和声誉的重视。书中使用的案例真实生动，极大提高了本书的可读性。

希望本书能帮助读者朋友们进一步了解巴菲特和他的投资与经营哲学，希望对大家的投资行为有所启发。在此，特别感谢张敏和杜丽霞在翻译中给予我的帮助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Elena Chirkova

The Warren Buffett Philosophy of Investment: How a Combination of Value Investing and Smart Acquisitions Drives Extraordinary Success

ISBN: 978-0-07-181932-9

Copyright © 2015 by McGraw-Hill Education.

All Rights reserved. No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system,without the prior written permission of the publisher.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education and China Renmin University Press .This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copyright © 2017 by McGraw-Hill Education and China Renmin University Press.

版权所有。未经出版人事先书面许可，对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播，包括但不限于复印、录制、录音，或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本授权中文简体字翻译版由麦格劳—希尔（亚洲）教育出版公司和中国人民大学出版社合作出版。此版本经授权仅限在中华人民共和国境内（不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区）销售。

版权 ©2017 由麦格劳—希尔（亚洲）教育出版公司与中国人民大学出版社所有。

本书封面贴有麦格劳—希尔公司防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[General Information]
书名=巴菲特投资与经营哲学
作者=（俄）埃琳娜?奇科娃著
页数=292
SS号=14171206
DX号=
出版日期=2017.02
出版社=中国人民大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

著作权合同登记号
图字：01-2016-8801



真正的“股神”不仅会为大众提供投资理念，还会为其追随者带来

60年来，只有巴菲特一人能够保持20%的投资回报率。“股神”巴菲特的成就毋庸置疑，在其漫长的职业投资生涯中，这20%的年化收益率令标普500指数在过去50年中10.8%的年化收益率相形见绌。2016年12月，巴菲特迎来了他股海沉浮的又一座里程碑——伯克希尔哈撒韦（A类）股价突破每股25万美元，每股约合172万元人民币。

巴菲特经营和投资箴言

- 真正的大钱往往是被那些能够做出定性决策的投资者赚到了。
- 我们一直在加宽“护城河”，以保护我们的公司不被“游牧部落”袭击。
- 我不希望那些幻想着通过购买伯克希尔哈撒韦股票挣快钱的人成为公司的股东。
- 在做价值投资时，你买的不再是股份，而是公司。你买入公司的意义不是为了在下个星期、下个月或者下一年卖掉它们，而是要成为它们的拥有者，利用它们的商业模式来帮助你赚钱。
- 在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪。
- 我们反对风险，但不反对波动性。
- 人生就像滚雪球，重要的是发现够湿的雪和一道够长的坡。如果你处于正确的雪中，雪球自然会滚起来，我就是如此。所谓“滚雪球”，我并不仅仅指赚钱，还有你对这个世界的感悟和对朋友的累积。

上架指导：投资/管理/理财

阅想时代 Mind Times Press 策划



Mc Graw Hill Education



McGraw-Hill 全球智慧中文化

http://www.mheducation.com



ISBN 978-7-300-23637-7

定价：59.00元